



# DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Corso di Laurea Magistrale

Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari

Percorso

Intermediari Finanziari e Mercati

Tesi di Laurea

## LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

**Candidato:**

Maenza Alessio

**Relatore:** Chiar.mo Prof. Pinto Vincenzo

**ANNO SCOLASTICO 2013-14**

*A nonna*

## *Ringraziamenti*

*Le prime persone che devo ringraziare sono i miei genitori che mi hanno sempre sostenuto, incoraggiato e appoggiato. Grazie a Sara, Marta e a tutti i miei parenti.*

*Un grazie dal cuore va a Valentina che mi ha aiutato e sopportato durante tutti questi mesi, ascoltandomi e aiutandomi a studiare, a ripetere e che ha sostenuto tante serate al computer. Con il suo aiuto mi ha facilitato e ha reso tutto più bello.*

*Un grazie speciale va al mio relatore, Prof. Vincenzo Pinto, che mi ha seguito con costanza, che mi ha fatto appassionare alla materia e per essersi sempre dimostrato un ottimo docente. Grazie al Dott. Luca Della Tommassina per avermi ascoltato e aspettato molte volte e per le risposte alle e-mail che inviavo a mezzanotte.*

*Un grazie sincero a tutti gli amici che mi sono stati vicini e che hanno percorso con me questo percorso universitario, durante il quale abbiamo condiviso gioie e dolori. Non vi dimenticherò mai e porterò sempre con me questi anni. Grazie a Dario, Fabrizio, Marco, Stefano, Jonathan, Alberto, Simone, Luca, Mino e Alessandro.*

## SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPITOLO PRIMO .....</b>	<b>10</b>
IL CONFLITTO DI INTERESSI: I DIVERSI MODELLI DI DISCIPLINA .....	10
1. IL CONFLITTO DI INTERESSI: PROFILI GENERALI.....	10
2. IL CONFLITTO DI INTERESSI NEL MERCATO FINANZIARIO.....	17
3. IL CONFLITTO DI INTERESSI NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO .....	20
3.1 EVOLUZIONE DEL QUADRO NORMATIVO .....	20
3.2 LA DISCIPLINA ATTUALMENTE IN VIGORE .....	28
4. PROFILI DI ANALISI ECONOMICA .....	38
 <b>CAPITOLO SECONDO.....</b>	 <b>44</b>
<b>LA PREVENZIONE DELL'INSORGENZA DI SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSE .....</b>	<b>44</b>
PREMESSA .....	44
1. I MODELLI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI .....	45
1.1 LA GOVERNANCE DEGLI INTERMEDIARI .....	47
2. I CHINESE WALLS.....	51
2.1 WATCH LIST .....	55
2.2 RESTRICTED LIST .....	56
2.3 VIGILANZA SEPARATA DEI SOGGETTI RILEVANTI .....	56
2.4 CONTRO LE INFLUENZE INDEBITE .....	56
2.5 GESTIONE DELLE RETRIBUZIONI.....	56
2.6 GESTIONE DEL PERSONALE .....	57
3. LA FUNZIONE DI COMPLIANCE .....	60
4. L'AUTOREGOLAMENTAZIONE .....	66
5. DISCIPLINA DEGLI INDUCEMENTS .....	68
6. REGOLE DI COMPORTAMENTO DEGLI INTERMEDIARI .....	73

<b>CAPITOLO TERZO .....</b>	<b>82</b>
<b>L'INDIVIDUAZIONE E LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE.....</b>	<b>82</b>
1.L'INDIVIDUAZIONE DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO .....	82
1.1 GESTIONE DI PORTAFOGLI.....	86
1.2 RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI.....	88
1.3 NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO.....	89
1.4 COLLOCAMENTO.....	92
1.5 CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI .....	94
2.LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE.....	95
2.1 IL REGISTRO DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO .....	99
4. INFORMATIVA ALLA CLIENTELA .....	100
5. DIVIETO DI AGIRE IN SITUAZIONI DI CONFLITTO .....	103
6. L'ONERE DELLA PROVA NEI GIUDIZI DI RESPONSABILITA' .....	104
<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE .....</b>	<b>109</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>113</b>



*“Seeking out conflicts of interest in banking is like peeling an onion”<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup>The Economist, cit., 22 agosto 2002.

## INTRODUZIONE

Nella riflessione filosofico giuridica sul conflitto epidemico, Guido Rossi ha scritto che *“il conflitto di interessi sta trasformando il mondo in cui viviamo, conferendogli una fisionomia che stentiamo a riconoscere. Permea l'economia, la finanza, il mercato, la politica, persino il costume. E la cosa peggiore è che in molti casi viene ormai considerato un fatto in fondo normale”*<sup>2</sup>.

Il conflitto di interessi è una situazione che esiste da sempre, addirittura viene affermato che le forme di base della nostra economia sono state create con il fine di tenerlo sotto controllo.

Alla radice di una situazione di conflitto c'è sempre un forte squilibrio a favore di una delle controparti, dovuto al prevalere dell'interesse di una persona. Conseguenza di questa situazione è la sopraffazione<sup>3</sup>.

In termini generali possiamo dire che il conflitto di interessi, da un punto di vista economico, presuppone una situazione di separazione tra colui che viene investito della funzione decisionale e colui che assume il rischio delle decisioni in questione. Quindi, si riscontra un potere decisionale, attribuito ad un soggetto tenuto a perseguire un interesse non proprio; potere che tuttavia viene patologicamente utilizzato non allo scopo di fare l'interesse per la cui soddisfazione esso è attribuito, bensì per il perseguimento di fini propri del decisore. Diventa quindi fondamentale la componente fiduciaria.

La letteratura che si è interessata al conflitto di interessi nell'ambito del diritto comune è molto vasta e, in tempi relativamente recenti, anche nel contesto più specifico dei servizi di investimento si sta creando una copiosa bibliografia. La globalizzazione e l'evoluzione dei mercati, nonché i recenti scandali finanziari che hanno travolto i sistemi economici europei ed americani, hanno imposto una riflessione sulle cause dei dissesti e sulle carenze dei meccanismi di controllo<sup>4</sup>, e, a causa di questo, hanno alimentato un forte dibattito sulla rilevanza che, nel panorama attuale, ricoprono la trasparenza, l'informativa aziendale, i sistemi e le strutture di *corporate governance*, nonché le regole di condotta degli operatori, tra cui quelle relative ai conflitti di interessi.

---

<sup>2</sup>ROSSI (2003), cit., p. 14. L'autore sottolinea come la patologia dei rapporti finanziari pervada in maniera irrimediabile ed "infettiva" i meccanismi del capitalismo avanzato, ed evidenzia l'insufficienza dell'intervento legislativo a porre un efficace sistema di contrappesi. Anche i più recenti e sofisticati strumenti di integrazione delle norme, quali ad esempio l'autoregolamentazione ovvero la regolamentazione sovranazionale, secondo l'Autore, hanno rilevato ormai la loro scarsa utilità; in siffatto contesto si fa strada l'idea, di luteriana memoria, che l'avidità del denaro sia la radice di tutti i mali (infatti il libro si chiude con un richiamo al celebre monito di Keynes, *"saremmo capaci di spegnere il sole e le stelle perché non pagano un dividendo"*).

<sup>3</sup>V. ROSSI (2003), p. 21.

<sup>4</sup>Le frodi finanziarie scoperte negli scorsi anni negli Stati Uniti ed in Europa hanno messo in luce diverse carenze del sistema dei controlli sui mercati finanziari. Con particolare riferimento al ruolo che in queste frodi ebbero gli analisti finanziari ed in specifica relazione al conflitto di interessi, cfr. DI CASTRO (2004), p. 477 ss.



Il mutamento strutturale che più ha inciso è stato la crescente polifunzionalità degli intermediari<sup>5</sup>: da questa, hanno di certo ricavato dei vantaggi, come la piena utilizzazione delle economie di scala e di scopo e un'elevata diversificazione produttiva<sup>6</sup>. Ma ha creato un problema che sta alla base di questo lavoro: gli intermediari hanno potuto esercitare attività diverse come la gestione del risparmio, l'*investment banking*, il brokeraggio, ecc.<sup>7</sup>, questo ha portato alla moltiplicazione delle situazioni di conflitto.

La consapevolezza che il conflitto di interessi sia inevitabile è ad oggi pienamente acquisita: infatti, nessuno parla più di “eliminare” o “evitare” tali situazioni, ma di “gestire”.<sup>8</sup>

Il presente lavoro vuole ricostruire l'impianto normativo, di rango primario e secondario, che regola il conflitto di interessi nei servizi di investimento e si sofferma a considerare le problematiche che emergono dall'interazione di intermediari, quali banche e società di intermediazione mobiliare, con la loro clientela per capire, in un panorama vasto, complesso e in costante mutamento, quali siano le misure adottate per disciplinare i rapporti in cui confluiscono e inevitabilmente confliggono gli interessi di questi soggetti. Quindi, in materia di servizi di investimento il conflitto di interessi è inteso come lo stato di cose che si determina quando l'interesse dell'intermediario entra in conflitto con le aspettative e le esigenze della clientela<sup>9</sup>.

Questo contributo, al primo capitolo, propone un'analisi generale della fattispecie conflitto di interessi nei diversi modelli di disciplina. In particolare, si osserva la fattispecie conflitto di interessi dal punto di vista della disciplina sulla rappresentanza e in quella relativa alle deliberazioni assembleari. Da qui si va poi a descrivere la disciplina del conflitto di interessi nei mercati finanziari, l'evoluzione della disciplina e, infine, troviamo un'analisi dal punto di vista economico

---

<sup>5</sup>V. ORLANDO, (2014), p.1. L'Autrice fa la considerazione che a partire dalla prima metà degli anni Settanta la crescente despecializzazione funzionale delle banche commerciali, le quali si sono trasformate in "boutique polifunzionali", ha alimentato l'introduzione di nuovi prodotti dell'ingegneria finanziaria.

<sup>6</sup>In particolare, tale vantaggio, ha consentito alle banche fronteggiare la concorrenza derivante dall'apertura dei mercati transfrontalieri.

<sup>7</sup>Esempio classico è quello di una banca che avendo già finanziato un'impresa che temi si rilevi insolventi, consiglia prima e colloca poi presso il pubblico titoli di debito emessi dalla stessa società e con il ricavato rientra in tutto o in parte dall'esposizione concessa alla società emittente.

<sup>8</sup>Questo ha posto il legislatore nazionale davanti all'esigenza di introdurre un nuovo modello di disciplina, un modello che non si è limitato a sancire un generalizzato divieto di agire in situazioni di conflitto di interessi (strada non percorribile perché si rischierebbe di paralizzare il mercato), ma che ha istituito delle cautele atte ad individuare le situazioni di conflitto di interessi ed a gestirle in modo che esse comunque non si ripercuotano negativamente sugli investitori. ANNUNZIATA (2010), p. 108, osserva come l'approccio comunitario alla problematica del conflitto di interessi sia essenzialmente nel senso di disciplinare e non di eliminare le situazioni di conflitto poiché ormai si è preso atto che il conflitto di interessi non possa essere rimosso, risultando esso "*immanente alla stessa prestazione dei servizi di investimento*". Su questo e sull'approccio fatto non di divieti ma di regole organizzative e controlli, v. LENER (2007), p. 431.

<sup>9</sup>Cfr. BESSONE (2004), p.14.

del conflitto di interessi descrivendo l'*agency theory*.

Nel capitolo secondo vengono descritte le procedure di prevenzione delle situazioni di conflitto, mentre nel terzo capitolo vengono analizzati gli obblighi di identificazione e di gestione dei conflitti che il recepimento della MiFID ha imposto.

Infine, ricostruita per intero la disciplina, seguono alcune considerazioni sull'esito delle politiche messe in atto, per capire se e fino a che punto l'obiettivo è stato raggiunto.

## CAPITOLO PRIMO

### IL CONFLITTO DI INTERESSI: I DIVERSI MODELLI DI DISCIPLINA

#### 1. IL CONFLITTO DI INTERESSI: PROFILI GENERALI

Alla base di ogni sistema di mercato e di qualsiasi economia di scambio esiste un conflitto fra singoli interessi divergenti la cui soluzione è affidata all'istituto del contratto. Ma se uno dei contraenti detiene più informazioni dell'altro la trasparenza dell'accordo risulta compromessa e quando tale squilibrio si manifesta *“siamo in presenza del germe del conflitto di interessi”*<sup>10</sup>.

A livello giuridico il conflitto di interessi riassume una disciplina che non costituisce un istituto unitario: la nozione *“è come il fiume di Eraclito: è e non è lo stesso istituto, per i molti aspetti diversi che assume nel transitare dall'uno all'altro complesso normativo”*<sup>11</sup>.

Circoscrivendo l'ambito di indagine al diritto privato e commerciale<sup>12</sup>, si ricorda come nel nostro ordinamento siano presenti diverse nozioni di conflitto di interesse, le quali offrono una pluralità di modelli di disciplina.

*“Si ravvisa un conflitto d'interessi in qualsiasi situazione in cui un individuo in proprio come titolare di una potestà o come rappresentante di un'entità, pubblica o privata, è in grado di sfruttare o può dare l'impressione di avvalersi della sua posizione (professionale, pubblica, di esercente una potestà, ecc.) per avvantaggiare se stesso o l'entità che rappresenta, con possibile pregiudizio della controparte o del soggetto affidato alle sue cure”*<sup>13</sup>; inoltre, il conflitto di interessi è sintagma multiforme e pervasivo che trova la propria genesi nella cura d'affari altrui, da quella del tutore, a quella del mandatario, dell'amministratore di società, del prestatore di servizi di

---

<sup>10</sup>ROSSI (2003), cit., p. 28.

<sup>11</sup>Così CASSESE (2004), cit., p. 235.

<sup>12</sup>Tale disamina è priva di ogni pretesa di esaustività poiché limitata solo ad alcune ipotesi esemplificative.

<sup>13</sup>V. BIANCHI, BIANCO, BIANCHI, SARCINELLI (2007), cit., p. 60.

investimento<sup>14</sup>. Con queste immagini, s'è così descritta la fattispecie: interessi tali da escludersi vicendevolmente, interessi che "*devono, per così dire, stare sullo stesso piano ed occupare reciprocamente la posizione di due forze che abbiano la stessa direzione, ma siano di segno opposto*". Caratteristica fondamentali del conflitto di interessi è la "*incompatibilità di queste forze contrastanti*"<sup>15</sup>.

Nel nostro diritto con l'espressione "*conflitto di interessi*" si descrive la situazione di contrasto reale o potenziale che può verificarsi quando l'ordinamento affida al medesimo soggetto il potere di agire nell'interesse di altri (persone fisiche o giuridiche) non limitando la capacità di agire anche nell'interesse proprio.

Riprendendo le parole di Matteis parliamo del conflitto di interessi come "*risultato dell'azione*"<sup>16</sup>, facendo così riferimento all'art. 1394 c.c. il quale detta la disciplina generale del conflitto di interessi nella rappresentanza negoziale.

La norma sancisce che il contratto contrario all'interesse del rappresentato, per la presenza di un interesse del rappresentante in conflitto con quello del rappresentato, è annullabile ove l'incidenza dell'interesse in conflitto sia riconoscibile da parte del terzo<sup>17</sup>. Il contratto così concluso può essere annullato dal rappresentante su domanda del rappresentato nel caso in cui il rappresentante anziché tendere alla tutela degli interessi del rappresentato persegua interessi suoi propri o altrui<sup>18</sup>. In particolare, rientra tra i modelli di disciplina del conflitto di interessi che sanzionano, con un rimedio che assicura la caducazione degli effetti dell'atto compiuto per conto, la contrarietà del contratto all'interesse del rappresentato dipendente dall'incidenza di un interesse in conflitto,

---

<sup>14</sup>Cfr. ANTONUCCI, PARACAMPO (2007), p. 320.

<sup>15</sup>V. PUGLIATTI (1965), cit., p.124.

<sup>16</sup>Vedi MAFFEIS (2004), cit., p. 456.

<sup>17</sup>MATTIANGELI (2001), p. 465, critica il fatto che l'articolo non offre alcuna nozione del conflitto stesso. A causa di questo la dottrina e la giurisprudenza si sono impegnate per definirne essenza e connotati. La dottrina considera il conflitto di interessi un abuso di rappresentanza in quanto colui che agisce in nome altrui realizza un interesse proprio o di terzi, contrastante con quello del rappresentato.

<sup>18</sup>V. MATTEIS (2006), pag. 6. La Sentenza della Cassazione n. 15981/2007 ha inoltre affermato che il conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato rende annullabile il contratto concluso se il conflitto era conosciuto o conoscibile dal terzo. Tale caso ricorre quando il rappresentante sia portatore di interessi incompatibili con quelli del rappresentato. Non ha quindi rilevanza il fatto che l'atto compiuto sia vantaggioso o svantaggioso per il rappresentato e non è necessario provare di aver subito un concreto pregiudizio.

La sentenza della Corte di Cassazione, n. 8462 del 26 agosto 1998, a tal proposito afferma che il conflitto di interessi "*postula un rapporto di incompatibilità fra le esigenze del rappresentato e quelle personali del rappresentante o di un terzo che egli a sua volta rappresenti*". Inoltre, la sentenza n. 3630 della Corte di Cassazione del 17 aprile 1996 afferma che affinché ricorra un conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato ex art. 1394 c.c., "*è necessario che il rappresentante persegua interessi propri o di terzi incompatibili con quello del rappresentato, di talché all'utilità conseguita o conseguibile del rappresentante per sé medesimo, o per il terzo, segua o possa conseguire il danno del rappresentato*".

conosciuta o conoscibile dal terzo contraente.<sup>19</sup>

Il nucleo fondamentale dell'ipotesi disciplinata dall'art. 1394 c.c. è dato dalla inconciliabilità degli interessi del rappresentato con quelli, propri o altrui, perseguiti dal rappresentante<sup>20</sup>. Il fatto che esista un interesse in conflitto è irrilevante nell'ottica dell'art. 1394: rilevante sarà che eventualmente l'interesse abbia inciso sul contratto e lo abbia reso contrario all'interesse del rappresentato<sup>21</sup>. In altre parole, il rappresentante non è responsabile perché un interesse in conflitto ha inciso sul contratto, ma è responsabile perché il contratto è contrario all'interesse del rappresentato. Il conflitto ha conseguenze anche nei rapporti interni, tra rappresentato e rappresentante, quando il primo lamenta un danno conseguente alla situazione di conflitto, danno che non può essere eliminato dall'azione di annullamento, o perché non esperibile, oppure perché, nonostante l'annullamento, il rappresentato lamenta un ulteriore danno. In questi casi il rappresentato si avvale dell'azione di inadempimento per avere il rappresentante gestito l'affare in modo negligente. Risulta così evidente che il requisito fondamentale per l'annullamento del contratto è quello collegato alla situazione soggettiva del terzo, dell'astratta conoscibilità, surrogabile dalla prova dell'effettiva conoscenza del conflitto<sup>22</sup>.

In conclusione, il conflitto di interesse si presenta come un impedimento al normale svolgimento del rapporto amministrativo. Infatti, questo dovrebbe realizzare un interesse del principale, ma a questo si oppone un interesse contrario che tende a neutralizzarlo<sup>23</sup>. Se quest'ultimo interesse avesse la prevalenza su quello del rappresentato, egli finirebbe con il ricevere un danno. Da ciò si può dedurre che il conflitto di interessi si risolve in un pericolo di danno per il rappresentato: si avrà un danno tutte le volte che il rappresentante, per l'intervento di un interesse contrario, non curi in modo

---

<sup>19</sup>Così anche VISENTINI (2002), pp. 10 ss.; SARTORI (2001), pp. 607 ss.; RESTUCCIA (2012), pp. 3 ss.

<sup>20</sup>Cfr. MATTIANGELI (2001), pag. 465. L'Autore afferma che se il rappresentante realizzasse interessi non propri del rappresentato ma comunque compatibili o convergenti con quelli del rappresentato, allora il conflitto non sussisterebbe. Il rappresentante infatti può agire perseguendo interessi diversi da quelli del rappresentato, così come si evince dall'art. 1723 c.c., il quale prevede il mandato conferito nell'interesse del mandatario o di terzi.

<sup>21</sup>Cfr. MAFFEIS (2006), pag. 5, l'Autore nel commentare la sentenza della Cassazione, sezione I civile, 26 gennaio 2006, n. 1525, afferma che la giurisprudenza annulla i soli contratti contrari all'interesse del rappresentato, senza attribuire rilevanza alla mera situazione di conflitto di interessi.

Inoltre, la Cassazione, 25 novembre 2002, n. 16708, afferma che *"il conflitto di interessi che se conosciuto o conoscibile dal terzo, rende annullabile il contratto concluso dal rappresentante su domanda del rappresentato, ricorre allorché il primo sia portatore di interessi incompatibili con quelli del secondo, con la conseguenza che non ha rilevanza, di per sé, che l'atto compiuto sia vantaggioso o svantaggioso per il rappresentato e che non è necessario provare di aver subito un concreto pregiudizio, perché il rappresentato possa domandare o eccepire l'annullabilità del negozio"*.

<sup>22</sup>V. Sezioni Unite n. 14619/2002, NOCERA (2013).

<sup>23</sup>Secondo la dottrina che in passato ha maggiormente approfondito il problema il conflitto di interessi non è altro che un ostacolo al rapporto rappresentativo in quanto invece di perseguire l'interesse del rappresentato, persegue un interesse contrario, il quale annulla il primo. In questo modo il rappresentato subirebbe un danno, il quale deve quindi essere eliminato preventivamente. Si farebbe quindi riferimento al *"danno"* tutte le volte in cui il rappresentante non curi esclusivamente l'interesse del rappresentato.

esclusivo la realizzazione dell'interesse del rappresentato.<sup>24</sup>

Altra tesi afferma che il conflitto di interessi altro non è che un abuso di rappresentanza<sup>25</sup>. Questa affermazione si regge sul fatto che colui che agisce in nome altrui lo fa, non già nell'interesse del rappresentato, ma realizzando un interesse proprio o di terzi, contrastante con il primo. L'attività del rappresentante sarebbe quindi sviata dalla funzione prevista.

Infine, il conflitto di interessi deve essere attuale, quindi il pericolo di danno deve esistere al momento della conclusione del negozio, avendo specifico riferimento al singolo atto<sup>26</sup>.

La giurisprudenza<sup>27</sup> quindi intende, ai fini dell'annullamento, la sufficienza della mera potenzialità del danno, nel senso che questo possa non ancora essersi realizzato. Conseguentemente ne deduce la non annullabilità del contratto qualora il danno sia di fatto escluso<sup>28</sup>

L'annullabilità per conflitto di interessi ai sensi dell'art. 1394 c.c. si applica anche ai rapporti societari<sup>29</sup>.

In termini generali la disciplina del conflitto di interessi interessa anche l'art. 2497 c.c., il quale regola la responsabilità delle società che esercitano attività di direzione e coordinamento e prevede che esse debbano rispondere nei confronti dei soci e dei creditori sociali delle società assoggettate a tale attività, rispettivamente per il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione sociale e per la lesione dell'integrità del patrimonio, ove abbiano agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui, in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società.<sup>30</sup>

Altra ipotesi è quella del conflitto di interessi di socio di s.p.a. nell'esercizio del diritto di voto in assemblea *ex* art. 2373 c.c., comma 1, ed il conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a. Nelle deliberazioni consiliari di cui all'art. 2391 c.c..<sup>31</sup>

---

<sup>24</sup>Cfr. VISENTINI (2002), pp. 3 ss.

<sup>25</sup>V. MATTIANGELI (2001), pag. 465.

<sup>26</sup>Al contrario il necessario sacrificio dell'interesse del rappresentato può essere effettivo, ossia già realizzato, ovvero potenziale. V. Corte di Cassazione, sentenza n. 8472 del 26 agosto 1998, la quale intende, ai fini dell'annullamento, la sufficienza della mera potenzialità del danno.

<sup>27</sup>V. Cassazione, 26 agosto 1998 n. 8472.

<sup>28</sup>La sentenza della Cassazione, 27 gennaio 1979 n. 614 afferma che l'esclusione va valutata con riferimento al momento della stipulazione del contratto stesso.

<sup>29</sup>V. NOCERA (2013), pag. 2, l'Autore argomenta tale affermazione notando che la Cassazione, andando contro il parere della sentenza n. 14619/2002 delle Sezioni Unite, premette che il conflitto di interessi di cui all'art. 1394 c.c. è applicabile anche ai rapporti societari. Infatti, in tema di negozio concluso in conflitto di interessi dall'amministratore unico di società di capitali, non essendovi separazione tra potere deliberativo e rappresentativo della volontà sociale, è inapplicabile l'art. 2391 c.c., ma trova applicazione l'art. 1394 c.c..

<sup>30</sup>Si deve differenziare l'interesse della capogruppo da quello della società assoggettata al coordinamento perchè c'è possibilità di conflitto tra tali interessi, quest'ultimo sarà rilevante solamente quando provochi un danno.

<sup>31</sup>A loro volta queste discipline sono vicine ma parzialmente dissimili dai loro rispettivi equivalenti in materia di s.r.l.: art. 2479-ter e

Esaminando brevemente questi due articoli<sup>32</sup>, l'art. 2373 (rubricato *Conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.*) regola gli effetti della deliberazione eventualmente impugnabile<sup>33</sup>. Questo afferma che: la deliberazione dell'assemblea che possa recare danno alla società è impugnabile qualora per la sua approvazione sia stato determinante il voto del socio in conflitto di interessi con la società<sup>34</sup>. Versa quindi in conflitto di interessi l'azionista che in una determinata deliberazione ha, per conto proprio o altrui, un interesse personale contrastante con quello della società.<sup>35</sup> Il conflitto di interessi rilevante ex art. 2373 c.c. sussiste esclusivamente nei casi in cui sia oggettivamente ravvisabile una situazione tipica di incompatibilità tra l'interesse di cui è portatore il socio e quello comune a tutti i soci<sup>36</sup>. Il fondamento di questa disciplina sta nella natura stessa della deliberazione assembleare: esercitare un'attività economica al fine di conseguire un lucro da ripartire tra tutti i soci. Durante il rapporto sociale è normale che ci siano interessi discordanti, questo contrasto sarà poi risolto con le regole proprie del principio di maggioranza. Per questo l'esercizio di voto da parte di un socio in conflitto di interessi non comporta, di per sé, l'annullabilità della deliberazione<sup>37</sup>. Per l'annullabilità si richiede che il voto del socio in conflitto di interessi sia stato determinante ai fini dell'approvazione della delibera e che quest'ultima sia suscettibile di arrecare danno alla società.<sup>38</sup> Due ipotesi tipiche di conflitto di interessi sono poi previste dall'art. 2373, comma 2: la prima vieta ai soci amministratori di votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità; mentre l'altra ipotesi riguarda il sistema dualistico e vieta ai soci componenti del consiglio di gestione di votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza.<sup>39</sup> Invece, il nucleo centrale dell'art. 2391<sup>40</sup> (rubricato *Interessi degli amministratori*) è costituito dai

---

2475-ter.

<sup>32</sup>Non interessa, ai fini di questa esposizione, di approfondire l'argomento. Per ulteriori chiarimenti si rinvia a CAMPOBASSO (2013) pp. 336 ss.; LENER (2002) pp. 7 ss.; DE POLI (2005) pp. 13 ss.

<sup>33</sup>La norma introduce una sorta di c.d. *fairness test*: il soggetto in conflitto non viene privato del suo potere, ma l'articolo istituisce un sindacato sul corretto esercizio del medesimo.

<sup>34</sup>La dottrina prevalente, in *primis* si veda CAMPOBASSO (2010) p. 336, applica il principio di correttezza e buona fede nel procedimento deliberativo.

<sup>35</sup>CAMPOBASSO (2010), p. 336.

<sup>36</sup>V. LENER (2002), pag. 7. L'Autore sostiene che questa soluzione consente di ricondurre la disciplina in esame a quella generale dell'annullabilità della deliberazione assembleare.

<sup>37</sup>CAMPOBASSO (2010), p. 337, interviene sul tema della *ratio* della disciplina affermando che la disciplina in esame consente di reprimere gli abusi della maggioranza a danno del patrimonio sociale e, in alcuni casi, a danno della minoranza.

<sup>38</sup>CAMPOBASSO (2010), p. 336. L'Autore definisce queste due condizioni, rispettivamente, *prova di resistenza* e *danno potenziale*.

<sup>39</sup>In questo caso il conflitto è certo, quindi i soci non hanno diritto di voto..

<sup>40</sup>Il legislatore nel 2003 è intervenuto su tale norma. Prima della riforma l'unica fattispecie che acquistava rilievo era il conflitto di interessi, cioè il fatto che l'amministratore fosse portatore di un interesse personale contrastante con quello della società amministrata, doveva darne notizia agli amministratori e al collegio sindacale. L'amministratore in conflitto di interessi doveva

dettagliati obblighi di comportamento posti a carico dell'amministratore che, con riferimento ad una determinata operazione della società, si trovi ad essere portatore di un interesse, proprio o altrui, che si ponga in conflitto con "ogni interesse" (pertanto anche a quelli compatibili con l'interesse sociale e perfino a quelli coincidenti con lo stesso)<sup>41</sup>. Questa norma afferma inoltre che l'amministratore risponde delle perdite che siano derivate alla società dal compimento dell'operazione qualora, in conflitto di interessi, non ne abbia dato notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale e non si sia astenuto dal votare<sup>42</sup>.

Se ad essere in conflitto di interessi è l'amministratore delegato, egli deve astenersi dal compiere l'operazione, la quale deve essere affidata all'organo collegiale competente.

Per "interesse" si deve intendere il vantaggio, l'utilità diretta (a proprio favore) o indiretta (a favore di terzi), patrimoniale, ma anche di tipo ideale, politico, sociale, religioso, ecc. che l'amministratore ritenga di poter trarre dalla conclusione o dalla mancata conclusione di detta operazione. Il conflitto di interessi va inteso come responsabilità per avere recato danno: l'attore deve provare che il danno sofferto è causato dal comportamento dell'amministratore che nella decisione ha fatto prevalere il proprio interesse.

Il legislatore ha voluto stimolare una *governance* improntata alla massima trasparenza dei processi decisionali<sup>43</sup>.

La nuova disciplina innova sensibilmente rispetto alla previgente, infatti, essa dà rilievo non più ai soli interessi che l'amministratore abbia in una determinata operazione che si pongano in conflitto con l'interesse sociale, ma ad ogni "interesse". Il legislatore ha quindi voluto ampliare l'ambito di applicazione della norma<sup>44</sup>. A causa di questa estensione assume rilevanza l'individuazione preventiva di parametri per delimitare la fattispecie. Un primo criterio di delimitazione dell'ambito degli interessi rilevanti al fine dell'applicazione degli obblighi previsti è stata individuata nella

---

astenersi poi dal votare in consiglio. In caso di inosservanza, egli avrebbe personalmente risposto delle perdite derivate alla società dal compimento dell'operazione. Tale articolo prevedeva anche la fattispecie della delibera consiliare assunta con il voto determinante dell'amministratore in conflitto di interessi, la quale poteva essere impugnata dagli amministratori assenti o dissenzienti entro tre mesi dalla sua data. Questa disciplina va letta in connessione sia con quella delle operazioni con le c.d. "parti correlate", di cui all'art. 2391 bis; sia con quella di cui all'art. 2497-ter.

<sup>41</sup>Così DE POLI (2005), pp. 13 ss.; ENRIQUES (2000) pp. 12 ss.

<sup>42</sup>L'amministratore deve informare il consiglio di amministrazione del suo interesse affinché l'operazione si concluda e il consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare su ragioni e convenienza dell'operazione. DE POLI (2005), pag. 4, afferma che l'adequatezza della motivazione va misurata in funzione del tasso di coinvolgimento dell'interesse dell'amministratore nell'operazione; naturalmente sarà massima quando l'interesse dell'amministratore è in conflitto con quello della società.

<sup>43</sup>Così MARCHETTI (2004), p. 1229. L'Autore sostiene inoltre che l'art. 2391 c.c. altro non è che un'estensione dell'obbligo di informazione incombente sugli amministratori (*disclosure*), imponendo inoltre un generale dovere di motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione, nonché un obbligo di astensione nel caso di amministratore delegato.

<sup>44</sup>V. DE POLI (2005), pag. 14.

riferibilità ad una operazione “determinata”<sup>45</sup>. Altro criterio è stato individuato dalla dottrina nella necessità di un interesse “*non marginale, remoto, insignificante*”<sup>46</sup>.

L'amministratore in conflitto ha l'obbligo di dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di tale interesse. Come abbiamo già osservato, deve comunicare ogni interesse, oltre a questo dovrà però precisarne la natura, i termini, l'origine e la portata<sup>47</sup>.

Va precisato che l'amministratore portatore di interessi particolari ha comunque diritto di esprimere il proprio voto.

In sintesi la disciplina prevede tre diverse ipotesi di impugnabilità della deliberazione<sup>48</sup> rappresentate da: a) la violazione dell'obbligo di informazione da parte dell'amministratore portatore di un interesse particolare; b) la violazione dell'obbligo di adeguata motivazione; c) l'assunzione della decisione con il voto determinante dell'amministratore interessato. In tutti i casi, poi, deve concorrere la circostanza che la deliberazione possa recare danno alla società.

Nelle società quotate e con titoli diffusi tra il pubblico sono previste anche sanzioni penali: l'art. 2629 – bis del c.c. afferma che l'amministratore o il componente del consiglio di gestione di una società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altro Stato dell'Unione Europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante che viola gli obblighi previsti dall'art. 2391, comma 1, c.c. è punito con la reclusione da uno a tre anni, se dalla violazione sono derivati danni alla società o a terzi<sup>49</sup>.

Analoga disciplina è poi prevista nel caso in cui la società è gestita da un amministratore unico. A differenza della disciplina prevista dall'art. 2391, comma 1, i contratti conclusi da tale soggetto in conflitto di interessi sono annullabili su richiesta della società in base all'art. 1394 c.c..<sup>50</sup>

Il conflitto di interessi può così riguardare momenti diversi: quello della deliberazione del consiglio di amministrazione e quello del compimento da parte dell'amministratore di un'operazione

---

<sup>45</sup>V. ENRIQUES (2003), cit., pag. 203. In questo modo l'applicabilità della disciplina si restringe agli interessi specifici e concreti la cui realizzazione discende come conseguenza immediata e diretta della decisione della società di concludere o meno l'operazione.

<sup>46</sup>DE POLI (2005), pag. 14, MACRI' (2012), cit., p. 2. Quest'ultimo sostiene che l'interesse di cui l'amministratore è portatore deve avere una certa rilevanza qualitativa e quantitativa.

<sup>47</sup>Così DE POLI (2005), pag. 7, l'Autore afferma che la disciplina post riforma ha innovato molto sul contenuto e sulle modalità dell'informazione da rendere e sull'obbligo posto in capo all'organo collegiale di motivare adeguatamente, nella deliberazione consiliare che deciderà sull'operazione, in ordine alle ragioni ed alla convenienza della stessa.

<sup>48</sup>L'impugnazione può essere proposta, entro novanta giorni dalla data della delibera, dal collegio sindacale, dagli amministratori assenti e dissenzienti, nonché dagli stessi amministratori che hanno votato a favore se l'amministratore interessato non abbia adempiuto agli obblighi di informazione indicati.

<sup>49</sup>Articolo inserito a seguito della L. 262/2005.

<sup>50</sup>V. CAMPOBASSO (2010), p. 338.



gestoria<sup>51</sup>. Il primo momento abbiamo visto essere disciplinato dall'art. 2391 c.c., mentre il secondo è disciplinato dall'art. 1394 c.c.. Questo articolo infatti disciplina anche il contratto concluso dall'amministratore di s.p.a..

## 2. IL CONFLITTO DI INTERESSI NEL MERCATO FINANZIARIO

La disciplina del conflitto di interessi assume nell'ambito dei mercati finanziari particolare rilievo. E' bene innanzitutto analizzare i caratteri generali della disciplina per inquadrare tale problematica nel mercato finanziario. Ai fini di questa analisi si possono sottolineare le affermazioni di Visentini<sup>52</sup>, il quale ha fornito una spiegazione all'importanza della disciplina del conflitto di interessi nel mercato finanziario: è un'informazione che il mercato mobiliare deve necessariamente avere. I contratti finanziari si basano sulla fiducia tra il cliente e l'intermediario, per questo l'informazione sulla situazione di conflitto è fondamentale: una corretta regolamentazione di questa disciplina rende agevole l'azione di risarcimento del danno subito dall'investitore per avere la controparte, in violazione appunto della fiducia, operato in conflitto.

Per capire fino in fondo l'importanza di questa disciplina all'interno dei mercati finanziari possiamo affermare che in questi luoghi si scambiano risorse finanziarie e hanno la funzione essenziale di trasferire risorse monetarie da soggetti e settori in surplus a soggetti e settori in deficit<sup>53</sup>.

Fondamentali nei mercati finanziari sono i *risparmi*, questi passano dagli investitori ai gestori grazie all'instaurarsi di relazioni fiduciarie, in forza alle quali il soggetto che riceve i beni è obbligato a curare al meglio gli interessi del soggetto che a questi si affida.

Il rischio di comportamenti opportunistici, che è implicito in qualsiasi relazione fiduciaria, aumenta in un contesto caratterizzato dall'incertezza come quello dei mercati finanziari. I mercati finanziari, infatti, non sono perfetti. *"La complessità del mondo reale è ben diversa dalle semplificazioni dei modelli teorici"*<sup>54</sup>, sono infatti presenti problemi di *moral hazard* e di *adverse selection* che provocano i fallimenti dei mercati.

Questi problemi sono strutturali al sistema, lo stesso intervento dell'intermediario trova una giustificazione nella necessità di accompagnare il processo di investimento di soggetti privi delle

---

<sup>51</sup>V. MAFFEIS (2006), pag. 2. La Cassazione Civile, sez. I, n. 23089, del 10/10/2012 afferma che la fattispecie prevista dall'art. 1394 c.c. Il conflitto di interessi si manifesta al momento dell'esercizio del potere rappresentativo, mente nel caso previsto dall'art. 2391 c.c. Il conflitto di interessi si manifesta al momento dell'esercizio del potere deliberativo.

<sup>52</sup>VISENTINI (2002), cit., p. 456.

<sup>53</sup>COLOMBINI (2008), pag. 6. L'Autore continua affermando che questo trasferimento e i conseguenti scambi creditizi presuppongono la definizione del volume, della scadenza, del tasso di interesse, della tipologia dello strumento e postulano la disponibilità di informazioni.

<sup>54</sup>V. TAGLIAMONTE, cit., p. 79.

necessarie conoscenze, altrimenti ostacolato da costi transattivi e da asimmetrie informative. L'intermediario ha quindi il compito di ridurre l'impatto negativo di questi fattori, *"favorendo un processo di investimento consapevole e razionale e cooperando, per questa via, al mantenimento di un elevato tasso di confidenza e di fiducia del pubblico nel sistema finanziario"*<sup>55</sup>. Mercati finanziari perfetti caratterizzati dall'assenza di costi di transazione, da un quadro di certezza, da partecipanti con ampie e complete informazioni renderebbero superflua la stessa attività di intermediazione finanziaria.<sup>56</sup>

Inoltre, il processo di innovazione finanziaria degli ultimi anni ha determinato una crescente *"polifunzionalità"* degli operatori, tale caratteristica rappresenta una semplice premessa al sorgere di conflitti di interesse tra intermediari e clienti. La stessa MIFID, nel considerando 29 introduce il tema dei conflitti di interesse partendo dal fatto che l'esercizio simultaneo di un ventaglio sempre più ampio di attività da parte delle imprese di investimento accresce la possibilità che si verifichino conflitti tra gli interessi dell'impresa di investimento e quelli del cliente. Il legislatore prende quindi atto che la *"polifunzionalità"* degli intermediari ha aumentato le fattispecie potenziali di conflitto di interessi. Per questo è necessario prevedere regole volte a garantire che tali conflitti di interessi non possano nuocere agli interessi dei clienti. E' quindi *"normale"* che l'intermediario, durante la prestazione di un servizio di investimento, agisca in una situazione di potenziale conflitto<sup>57</sup>.

Naturalmente, il pericolo di insorgenza del conflitto tenderà a presentarsi in maniera tanto più forte quanto più sono numerose le attività ed i servizi offerti dall'intermediario. Inoltre, tali situazioni minano la credibilità stessa del sistema finanziario, così da configurarsi come possibili fonti di esternalità negative e, quindi, di ulteriori inefficienze<sup>58</sup>

I conflitti di interesse degli intermediari finanziari rappresentano quindi uno dei temi più delicati dell'evoluzione dei moderni sistemi finanziari e sono stati posti drammaticamente alla ribalta da una serie di episodi, fraudolenti o no, che lega in un preoccupante filo rosso vicende assai diverse, come lo scandalo delle pensioni inglesi negli anni '90, i dissesti di società come Cirio, Enron e Parmalat degli ultimi anni.

Dunque, un'adeguata disciplina del conflitto di interessi diventa una priorità ai fini della prevenzione e della repressione delle condotte abusive degli intermediari finanziari<sup>59</sup>, nonché, più in generale, nella predisposizione di un'efficiente sistema di tutela del risparmio.

Emerge quindi la necessità di una rigorosa disciplina del conflitto di interesse nel mercato

---

<sup>55</sup>PURPURA (2013), cit., p. 222.

<sup>56</sup>V. COLOMBINI (2008), pag. 15.

<sup>57</sup>V. LENER (2007), p. 87, il quale porta come esempio la possibilità che l'investimento proposto alla clientela abbia a oggetto strumenti finanziari emessi o collocati da società facenti parte del gruppo dell'intermediario.

<sup>58</sup>V. PERRONE (2007), p. 63 ss.

<sup>59</sup>V. VISENTINI (2002), p. 21 ss.

finanziario, la quale dovrebbe essere in grado di arginare la pericolosità dei servizi di investimento in considerazione del ruolo indispensabile che svolgono nell'economia. Basta notare il fatto che la legislazione in materia subisce modificazioni ogni volta che si presenta un nuovo *default* di emittenti strumenti finanziari<sup>60</sup>.

Ognuna delle discipline che si sono succedute nel tempo era sorretta dalla convinzione di offrire "*la ricetta giusta*"<sup>61</sup>, ma così facendo ha alimentato ulteriormente il dibattito sull'argomento, sull'assunto che il vero nodo da sciogliere, nell'ambito di una regolamentazione che potesse giudicarsi adeguata in tema di tutela del risparmio, fosse proprio quello dei conflitti di interesse. L'unico risultato prodotto è stato invece quello di aggrovigliare una matassa già abbastanza intricata, lasciando quindi all'interprete il compito di dipanare i fili e di cercare di coordinare il complesso quadro disciplinare che in materia si è andato affastellando nel tempo. In tale prospettiva, sui conflitti di interesse possono prospettarsi due versanti di indagine, distinti e per taluni profili complementari, che hanno comunque parimenti inciso sul tipo di soluzione legislativa ritenuta più appropriata per la gestione delle situazioni conflittuali. I due versanti trovano espressione da un lato nel contenuto delle regole elaborate a presidio dei conflitti di interesse, dall'altro nella competenza a regolamentare le materie in esame.

Dall'evoluzione normativa emergono due linee di tendenza dei modelli di regolamentazione<sup>62</sup>:

- 1) l'identificazione preventiva delle concrete fattispecie in cui è ravvisabile un conflitto di interessi;
- 2) l'adozione di modelli organizzativi volti a prevenire o limitare l'insorgenza di situazioni di conflitto o l'incidenza di tali potenziali situazioni sull'attività di intermediazione finanziaria;

Le regole nel tempo individuate dal legislatore al fine di disciplinare tale materia, ancorché diverse tra loro, si sono tipicamente distinte per la presenza di un denominatore comune rappresentato dall'esigenza primaria di assicurare che l'intermediario agisca sempre nell'interesse del cliente<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup>L'evolversi di tale disciplina è da sempre caratterizzato da bruschi movimenti di accelerazione in conseguenza del verificarsi di choc e crisi nel funzionamento dei mercati. Tale fenomeno interessa tutti i sistemi, basti pensare al crack Enron negli Stati Uniti, il quale ha portato all'approvazione del Sarbanes Oxley Act. Mentre in Italia abbiamo avuto i crack delle società Cirio e Parmalat, che ha portato all'approvazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*".

<sup>61</sup>Usando le parole di ANTONUCCI, PARACAMPO (2007), cit., p. 323.

<sup>62</sup>Per una disamina più approfondita vedi PRESTI, RESCIGNO (2007).

<sup>63</sup>V. BONZANINI, RAVASIO (2007), pp. 235 ss.

### 3. IL CONFLITTO DI INTERESSI NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

#### 3.1 EVOLUZIONE DEL QUADRO NORMATIVO

Al fine di inquadrare meglio la problematica dei conflitti di interesse è ora il momento di analizzare l'evoluzione del quadro normativo della disciplina, per meglio comprendere le varie soluzioni che il legislatore, sia nazionale che comunitario, ha scelto nell'arco di questi ultimi anni.

Sul piano delle finalità della regolamentazione, appare condivisibile la tesi che considera la disciplina del conflitto di interessi focalizzata, in ultima analisi, su due macro obiettivi: quello di evitare che dal conflitto derivi un danno al cliente e quello di impedire che il conflitto pregiudichi la qualità del servizio di investimento.

Dalla legge 1/1991<sup>64</sup> (c.d. Legge Sim) il settore è andato incontro ad un fenomeno di profonda revisione, cui ha concorso, peraltro, il rapido processo di crescita e di trasformazione dei mercati. Il fenomeno non ha interessato soltanto l'Italia, ma ha investito praticamente tutti i Paesi dell'Unione Europea.

La prima legge organica in materia di intermediari e di mercati mobiliari emanata in Italia è, la già citata legge 1/1991, la quale conteneva un primo tentativo di disciplinare i conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento, articolata (sulla falsariga di esperienze britanniche e statunitensi) sull'individuazione di presidi organizzativi che avrebbero dovuto essere obbligatoriamente adottati dalle Sim e dalle banche, insieme a norme di comportamento cui le stesse avrebbero dovuto attenersi nei rapporti con la clientela. Veniva prescritta l'adozione di un meccanismo di rigorosa segregazione tra comparti di uno stesso intermediario, in modo da eliminare ogni correlazione tra le attività prestate dalle diverse *business units* ognuna delle quali destinata alla prestazione di un diverso servizio di investimento. In particolare, l'art. 9, comma 5, lett. c) della legge n. 1/1991<sup>65</sup>, demandava alla Banca d'Italia il compito di stabilire, con regolamento "*criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività*

---

<sup>64</sup>Legge 2 gennaio 1991, n. 1 "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari" (c.d. Legge Sim), segna l'introduzione della prima disciplina organica delle attività di intermediazione svolte sul mercato mobiliare; vengono istituite le società di intermediazione mobiliare; i mercati borsistici sono oggetto di incisivi interventi di riforma. I relativi controlli sono ripartiti tra la Consob e la Banca d'Italia; si assiste all'introduzione di pervasive regole volte a disciplinare la prestazione dei vari servizi, in una prospettiva di rafforzamento della tutela degli investitori. Tale legge rappresenterà la base sulla quale avverrà il recepimento delle Direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE in materia di servizi di investimento.

<sup>65</sup>Art. 9, comma 5, lett. c), Legge 1/1991: "La Banca d'Italia, d'intesa con la CONSOB, con proprio Regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, determina:

c) criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione";

*esercitate e delle connesse responsabilità di gestione*". Quindi un intermediario poteva esercitare congiuntamente più attività di intermediazione mobiliare a condizione che venissero rispettate precise regole dirette ad eliminare o a contenere i conflitti di interesse. Agli intermediari, in pratica, si chiedeva di approntare un'organizzazione interna che mediante l'impiego delle c.d. "*muraglie cinesi*"<sup>66</sup> (o *chinese walls*) fosse idonea a prevenire l'insorgere di tali conflitti. Ove poi il conflitto non potesse eliminarsi, l'art. 6, comma 1, lett. g) della legge n. 1/1991<sup>67</sup> prevedeva che le banche non potessero effettuare operazioni con o per conto della clientela qualora avessero avuto, direttamente o indirettamente, un interesse in conflitto nell'operazione. Per effettuare l'operazione, esse avrebbero dovuto informare per iscritto il cliente della natura e dell'estensione del conflitto<sup>68</sup> ed ottenerne espressa autorizzazione scritta a procedere.

È la definizione normativa della regola *disclose or abstain* ed è l'elemento innovativo di questa legge, infatti tale comunicazione preventiva fatta dall'intermediario al cliente andava a colmare l'asimmetria informativa che intercorreva tra le due parti, permettendo così al cliente di autorizzare le operazioni in conflitto. In difetto di *disclosure* le operazioni che fossero state compiute avrebbero esposto l'intermediario, a seconda delle scelte interpretative preferite, a responsabilità risarcitoria ovvero all'invalidità dell'operazione<sup>69</sup>.

La disposizione in oggetto si ispirava al punto 5.08 delle *Conduct of business rules* emanato dal SIB<sup>70</sup> nell'ambito del *Financial Services Act* del 1986 ( poi modificato nel 1990), questa imponeva all'intermediario di non operare nel caso di mero interesse nell'operazione, salvo un'espressa autorizzazione preventiva del cliente medesimo, messo a conoscenza della situazione<sup>71</sup>.

Tale soluzione normativa si rivelò ben presto inadeguata a causa della presenza di asimmetrie

---

<sup>66</sup>Per una più attenta disamina v. Capitolo 2, paragrafo 4.

<sup>67</sup>L'art. 6, lett. g) della legge 2 gennaio 1991 n.1 disponeva che: "*Nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare (...) non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nella operazione, a meno che non abbiano comunicato per iscritto al cliente la natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione, e il cliente non abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all'effettuazione dell'operazione*".

<sup>68</sup>Si vuole ricordare che, nella prima stesura della legge, venne inserita una norma che imponeva ai gestori di chiedere il consenso scritto per lo svolgimento di ogni singola operazione di investimento in titoli emessi o collocati da soggetti del gruppo; la norma venne poi abrogata in quanto "ingessante" in un mercato che faceva della tempestività la sua arma più potente. Si pensò quindi di predisporre una comunicazione preventiva generale, effettuata una volta per tutte tramite l'elencazione delle possibili situazioni di conflitto. Ma nemmeno questa si rivelò una scelta ottimale, poichè produceva un eccesso di informazioni precontrattuali che non dava la giusta visibilità al vero rischio in cui il cliente si sarebbe imbattuto in caso di conflitto di interesse e per questo motivo comportava il rischio di una sottoscrizione poco attenta.

<sup>69</sup>Per una sintesi sul dibattito giurisprudenziale e dottrinario in merito alle forme di sanzione che la giurisprudenza ha elaborato a fronte delle violazioni delle regole di comportamento da parte degli intermediari, vedi, anche per ulteriori riferimenti, SALODINI (2006) pp. 23 ss.; PERRONE (2005) pp. 1012 ss.

<sup>70</sup>Securities and Investments Board. Il SIB, formalmente, cambiò nome in Financial Services Authority (FSA) nel 1997.

<sup>71</sup>V. SARTORI (2002) pp. 123 ss.

informativa tra le parti del rapporto che facevano ritenere l'autorizzazione preventiva inefficace ai fini della tutela dell'interesse del cliente. Esse producevano un eccesso di informazioni precontrattuali e quindi non mettevano al sicuro l'investitore dalle conseguenze negative di un investimento compiuto in conflitto di interessi dall'intermediario<sup>72</sup>.

Era quindi presente un paradigma teorico che una dottrina definisce del "*contratto informato*"<sup>73</sup>, in quanto c'era l'illusione di colmare l'asimmetria informativa tra cliente ed intermediario attraverso un obbligo di *disclosure* della natura e dell'estensione dell'interesse del fiduciario in relazione ad un determinato atto di gestione e attraverso un'autorizzazione al compimento del medesimo atto.

Inoltre tale sistema risultava "*da una parte ingessante, perché in un rapporto dinamico la verifica della natura e dell'estensione del conflitto e l'autorizzazione time by time incidono negativamente sull'esecuzione dell'incarico, dall'altra formalista, poiché l'investitore "medio" non avendo competenze specifiche nel settore finanziario non era (è) comunque in grado di monitorare la reale situazione e con l'escamotage del consenso – autorizzazione si accollava i costi di un'eventuale operazione potenzialmente dannosa, deresponsabilizzando l'impresa di investimento*"<sup>74</sup>

La legge 1/1991 ha comunque contribuito all'evoluzione del diritto dell'impresa e dei contratti di quegli anni, in particolar modo, nell'intento del diritto di elaborare per i contratti tra intermediari e clienti, piuttosto che norme di azione, norme di relazione che fissassero l'obiettivo da perseguire, senza però limitare le possibilità per raggiungerlo ( lasciando cioè margine di discrezionalità all'intermediario)<sup>75</sup>. Tale legge risultò anche innovativa, infatti erano presenti le prime avvisaglie di regolare l'organizzazione degli intermediari in modo sistematico (v. il già analizzato art. 9, comma 2, lett. b) della legge n. 1/1991)

Successivamente alla legge n. 1/1991 il legislatore comunitario emanò la Direttiva CE 93/22 del 10 maggio 1993 (la c.d. Direttiva ISD)<sup>76</sup>

Nell'elaborazione di tale direttiva comunitaria prevalse, sull'impostazione "*civilistica*" continentale,

---

<sup>72</sup>RESTUCCIA (2012) pp. 2 ss.

<sup>73</sup>Cfr. MUSI (1999) pp. 3 ss.

<sup>74</sup>SARTORI (2002), cit., p. 2.

<sup>75</sup>SCOTTI CAMUZZI (2011), p. 292 ss.

<sup>76</sup>Direttiva 93/22/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, GU C 141 dell'11 giugno 1993, pp. 27 – 46. Gli aspetti più significativi della Direttiva sono rappresentati dall'introduzione del principio di mutuo riconoscimento degli intermediari e dei mercati. Seguendo il pensiero di ANNUNZIATA (2012), cit., p. 15: "*il recepimento della Direttiva Comunitaria rappresenta allora l'occasione non soltanto per introdurre il principio del mutuo riconoscimento per intermediari mobiliari e mercati regolamentati, ma anche per attuare una rifondazione complessiva della disciplina del mercato mobiliare, con l'obiettivo di supportare la crescita e lo sviluppo del mercato finanziario italiano*". La legge 6 febbraio 1996, n. 52, con la quale il Governo viene delegato a recepire le Direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE prevede che al recepimento della Direttiva segua l'approvazione di un Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria.

la differente concezione anglosassone<sup>77</sup>. Con questa nuova direttiva c'era la consapevolezza della estrema difficoltà di inibire il compimento di operazioni in conflitto intervenendo con rigide regole in tema di separazione organizzativa e di controllo del portafoglio affidato. In essa vi erano prevalentemente principi generali che lasciavano agli Stati membri ampia autonomia sulla questione. La direttiva disponeva (art. 10<sup>78</sup>) che gli Stati membri dovessero imporre alle imprese di investimento di strutturarsi e organizzarsi *"in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti di interessi tra l'impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti"*. La prescrizione comunitaria è rifluita nell'art. 17, comma 1, lett.c) del d. lgs. 23 luglio 1996 (c.d. "Decreto Eurosim"<sup>79</sup>), e poi sostanzialmente trascritta nell'art. 21, lett. c), del successivo TUF<sup>80</sup>,

---

<sup>77</sup>SCOTTI CAMUZZI (2011) afferma che l'elaborazione della Direttiva CE 93/22 è passata al vaglio della lobby degli intermediari in quanto *"la norma, ricondotta ad un caso particolare di applicazione del principio di best execution, fu annacquata, così che nel testo approvato della Direttiva e nella nostra legge di recepimento della Direttiva medesima ( il d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415), divenne la seguente ( art. 17, comma 1, lett.a): (le imprese di investimento e le banche) << devono organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento >>"*, cit., p. 293. Egli continua argomentando che la causa di tale cambiamento stà nella ragione lobbistica, in quanto la norma è focalizzata sull'interesse dell'impresa di investimento, *"temperata dalla decenza di dover giustificare in qualche modo l'autorizzazione legale, inopinatamente concessa agli intermediari, di operare in conflitto di interessi"*.

SARTORI (2002) pp. 4, ci descrive il sistema inglese, il cui modello indica il *fair treatment* di ciascuno dei clienti come obiettivo da raggiungere e come parametro per verificare la legittimità dell'operato dell'intermediario in situazioni di conflitto, oltre che attribuire ampia discrezionalità agli intermediari nella predisposizione dei mezzi necessari per evitare il conflitto. Lo Statement of principle 6 (marzo 1990) emanato dal Securities and investment board ( c.d. SIB) dispone che: *" A firm should either avoid any conflict of interest arising or, where conflicts arise, should ensure fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of confidentiality, declining to act, or otherwise. A firm should not unfairly place its interest above those of its customers and, where a properly informed customer would reasonably expect that the firm would place his interest above its own, the firm should live up to that expectation"*. E la core rule 2 prevede: *"Where a firm has a material interest in a transaction to be entered into with or for a customer or a relationship which gives rise to a conflict of interest in relation to such a transaction, the firm must not knowingly either advise, or deal in the exercise of discretion, in relation to that transaction unless it takes reasonable steps to ensure fair treatment to the customers"*.

<sup>78</sup>Art. 10 della Direttiva 93/22 prescrive che *" Lo stato membro di origine elabora norme prudenziali che l'impresa di investimento deve osservare in permanenza. Tali norme esigono segnatamente che l'impresa di investimento:*  
c) *sia strutturata e organizzata in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti d'interessi tra l'impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti. Tuttavia, le modalità di tale organizzazione nel caso di costituzione di una succursale non possono contrastare con le norme di comportamento prescritte dallo Stato membro ospitante in materia di conflitti d'interessi"*.

<sup>79</sup>D. lgs. 23/7/1996 n. 415, recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

L'art. 17 di tale decreto è rubricato *Criteri generali: "Nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese di investimento e le banche devono: [...] c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento."*

<sup>80</sup>L'emanazione di tale testo unico venne affidata ad un'apposita commissione, coordinata dalla Direzione Generale del Ministero del

il quale impone agli intermediari di "*organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento*". Tale norma, di matrice comunitaria, non menzionava l'obbligo di astensione dall'operare in situazioni di conflitto di interessi, come invece avveniva nella legislazione previgente, ma prescriveva un'idonea organizzazione aziendale per limitare che l'inevitabile esistenza dei conflitti di interessi potesse ledere gli interessi dei clienti.

Il TUF, quindi, rimette all'intermediario l'individuazione delle soluzioni più idonee a garantire una gestione sana e prudente degli interessi degli investitori.

Dalla lettura dell'articolo si evince, infine, che il fine ultimo dell'eventuale compimento dell'investimento in una situazione conflittuale, sarebbe dovuto essere il soddisfacimento dell'interesse del cliente.

Analizzando più nel dettaglio la norma, il "*dovere di trasparenza*" comporta per l'intermediario la necessità di rendere edotto il cliente della situazione conflittuale affinché quest'ultimo possa scegliere se bloccare l'investimento o, viceversa, autorizzarlo. Tale obbligo rappresentava un canone comportamentale che non possedeva una funzione deresponsabilizzante, ma assurgeva a principio generale in ragione della tutela dell'investitore.

Altrettanto si può dire per l'altro elemento, rappresentato dall'"*equo trattamento*"<sup>81</sup>. Tale nozione costituiva un ulteriore esempio di clausola generale che, in quanto tale, poteva essere colta nella sua essenza solamente se riempita di contenuto specifico. E' stato rilevato che, da un punto di vista interpretativo, il concetto potrebbe prestare il fianco a più di un significato. Infatti, da un lato si potrebbe immaginare che il richiamo all'equità giustifichi il contemperamento di interessi facenti capo a clienti differenti<sup>82</sup>. Dall'altro lato, l'equità potrebbe costituire il parametro per il bilanciamento tra interessi contrapposti dell'intermediario e per il cliente<sup>83</sup>. Perché il trattamento sia equo non devono essere ipotizzabili altre operazioni che permettano al cliente di conseguire un

---

Tesoro (oggi Ministero dell'economia e delle finanze), ed alla quale parteciparono eminenti studiosi, ed esponenti delle istituzioni di vigilanza e di controllo. Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 raccoglie i frutti di tale lavoro.

<sup>81</sup>Per una disamina più approfondita vedi RESTUCCIA (2012), p. 14 ss.. Da notare come, nel testo inglese della direttiva, l'equo trattamento era definito come: "*Fair, non equal, treatment*". Nel testo italiano la l'aggettivo *fair* è stato tradotto con *equo*.

<sup>82</sup>E' questa l'opinione espressa da: ANNUNZIATA (2001), p. 109, il quale osserva che la circostanza per la quale la clausola dell'equo trattamento vale per le sole ipotesi in cui è presente una situazione conflittuale, starebbe a dimostrarne la valenza del tutto autonomia rispetto all'operatività degli ulteriori obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza che regolerebbero, più in generale, i rapporti tra cliente ed intermediario. E tuttavia, qualora si volesse aderire a tale scelta interpretativa, si dovrebbe concepire che l'attività dell'intermediario possa compiersi, qualche volta, sacrificando l'interesse di un cliente nella misura richiesta dalla necessità di soddisfare le esigenze di un altro cliente. In realtà è fuori dubbio che l'intermediario debba agire nei confronti di tutta la clientela con la medesima diligenza professionale.

<sup>83</sup>Cfr., in questi termini, MAFFEIS (2002 ), cit., 487; Id. (2004).



profitto più elevato<sup>84</sup>. Quindi, con il riferimento all'equo trattamento, la legge aveva voluto imporre all'intermediario il dovere di non privilegiare, nel compimento dell'operazione di investimento, l'interesse proprio anziché quello del cliente.

Il successivo art. 11<sup>85</sup> della Direttiva 93/22/CEE si soffermava sulle norme di comportamento che gli Stati dovevano elaborare per le imprese nell'esercizio della loro attività. L'impresa era obbligata ad *"agire, nell'esercizio delle sue attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato"*; per conseguire questo obiettivo, il prestatore di servizi e attività era obbligato a *"conoscere il cliente"*, ossia interrogarlo circa la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi e le sue competenze in materia di investimenti. Esso era inoltre tenuto ad *"agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato; (...) sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non fosse possibile, provvedere a che i suoi clienti fossero trattati in modo equo"*; infine gli era chiesto di *"conformarsi a tutte le normative applicabili nell'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato"*. Questo passaggio è influenzato dalla disciplina dei criteri IOSCO, i quali al principio n. 6 riportano: *"a firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoid, should ensure that its customers are fairly treated"*<sup>86</sup>. Dunque, il primo parametro per verificare la legittimità dell'operato dell'intermediario era diventato il *fair treatment* dei clienti proporzionale alle loro peculiarità e non più le questioni formali legate all'autorizzazione preventiva<sup>87</sup>.

L'attuazione di questa disposizione si completava col il Regolamento Intermediari della Consob n. 11522/98, il quale, all'art. 27<sup>88</sup> riproduceva quasi pedissequamente il menzionato art. 6, lett. g), della legge n. 1/1991 e riprendeva la regola *disclose or abstain*<sup>89</sup>, con l'unica novità di indicare

---

<sup>84</sup>V. COSTI – ENRIQUES (2004), p. 413, i quali affermano che, se il rendimento atteso dell'operazione sia inferiore alle alternative di investimento concretamente praticabili al momento della decisione di compiere quell'operazione, allora vorrà dire che il trattamento riservato al cliente non segue la regola dell'equo trattamento.

<sup>85</sup>La direttiva prevede all'art. 11, par. 1 che: *" (...) L'impresa di investimento deve sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo"*.

<sup>86</sup>V. COSTI – ENRIQUES (2004) pp. 413 ss.; ENRIQUES (1996), pp. 651 ss.

<sup>87</sup>SARTORI (2001), pp. 214 ss..

<sup>88</sup>Art. 27, Regolamento Intermediari n. 11522/1998: *" Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'affettuazione dell'operazione. Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente"*.

<sup>89</sup>Semberebbe che la Consob *"ha fatto rientrare dalla finestra ciò che il legislatore ha fatto uscire dalla porta"*. Ciò però non conta per i servizi "gestorei". Infatti nelle gestioni su base individuale per conto terzi il Regolamento Consob n. 11522/98 il gestore

alcune ipotesi di conflitto, citando, in modo non tassativo, le fattispecie di: a) rapporti di gruppo (es. i titoli di una società emittente finanziata vengono collocati da un intermediario appartenente al medesimo gruppo del finanziatore); b) prestazione congiunta di più servizi di investimento (es. un intermediario svolge un servizio di consulenza finanziaria e un soggetto appartenente al medesimo gruppo presta il servizio di negoziazione in favore della clientela); c) altri rapporti di affari propri o di società del gruppo (es. un contratto di finanziamento tra l'intermediario e la società emittente strumenti finanziari i cui titoli sono collocati presso la clientela dell'intermediario)<sup>90</sup>. Con tale articolo la Consob ha imposto agli intermediari di innalzare barriere interaziendali per separare le attività dei diversi dipartimenti (le c.d. *chinese walls* o *fire walls*). La stessa Consob però ha la consapevolezza dell'impossibilità di eliminare il conflitto di interessi con rigide regole in tema di separazione tra le varie attività, ciò emerge dalla stessa lettera della legge che si limita ad enunciare la finalità di ridurre al massimo tale rischio. Infatti nel caso in cui il conflitto non possa essere eliminato l'impresa deve garantire comunque ai clienti trasparenza adeguata e necessaria. Tale dovere di trasparenza ha un significato diverso da quello che rilevava nella vigente legge n. 1/1991. Infatti, non sembra strumentale ad un'autorizzazione deresponsabilizzante, ma a rendere il più possibile edotto il cliente sulle operazioni in oggetto. Il legislatore delegato parla di "*equo trattamento*", e, a parere di molti<sup>91</sup>, è l'elemento più innovativo della disciplina. In termini generali "*equo trattamento*" significa che l'intermediario non deve abusare della fiducia ripostagli dal cliente; specificatamente che il primo non deve porre in essere un'operazione finalizzata a privilegiare il suo interesse o quello di un altro cliente a discapito del secondo. La regola *disclose or abstain* ha costituito un utile presidio per gli intermediari, ma non altrettanto per la clientela. Detta regola, infatti, è volta a colmare l'asimmetria informativa tra intermediario e cliente<sup>92</sup>, fornendo a quest'ultimo dettagli dell'operazione che altrimenti gli sarebbero rimasti sconosciuti. La disposizione regolamentare imponeva che fossero resi noti al cliente la natura e l'estensione del conflitto. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, la modulistica in uso riportava una formulazione sintetica, che genericamente avvertiva dell'esistenza di una situazione di conflitto e chiedeva al cliente autorizzazione a procedere ugualmente. Un'informativa standardizzata priva di puntuali riferimenti alla fattispecie generatrice del conflitto non riveste alcuna utilità, essendo inidonea a porre il cliente nella condizione di effettuare consapevolmente la propria decisione di

---

potrà acquisire direttamente in sede di sottoscrizione del contratto una "*autorizzazione una tantum*" a compiere operazioni in conflitto di interessi, qualunque sia la natura del conflitto, a condizione che l'esistenza e la natura del conflitto medesimo siano rappresentate con chiarezza e che comunque sia garantito l'equo trattamento.

<sup>90</sup>Vedi anche SCOTTI CAMUZZI (2007), pp. 121 ss.

<sup>91</sup>V. SARTORI (2002), pp. 14 ss.

<sup>92</sup>V. BONZANINI, RAVASIO (2007), 235 ss.

investimento<sup>93</sup>.

L'articolo 27, comma 2, del Regolamento Intermediari della Consob n. 11522/98 veniva però ristretta nel suo ambito di applicazione dal disposto del successivo art. 31 del Regolamento medesimo, che ne esentava, secondo alcuni autori, "*irragionevolmente*"<sup>94</sup> le operazioni per conto degli, o con gli, "*investitori qualificati*"<sup>95</sup>. Il legislatore ha così voluto modulare l'applicazione delle regole comportamentali sottese alla prestazione dei servizi di investimento avendo riguardo al diverso "bisogno" di protezione riconosciuto agli investitori.

Le regole riportate agli artt. 10 e 11 erano il risultato della richiesta di alcuni Stati membri, verso la fine del negoziato sulla ISD, di inserire alcune disposizioni sulla tutela degli investitori. La Commissione si limitò a riprendere la lista delle regole di condotta adottata dall'*International Organisation of Securities Commission* (IOSCO<sup>96</sup>) nel 1991<sup>97</sup>

E' stato in questo quadro di regole che sono maturate le vicende dei *default* di mercato più noti negli anni scorsi: il sistema predisposto dal legislatore nazionale in recepimento della direttiva ISD non si è dimostrata efficiente sul piano della prevenzione delle ipotesi patologiche di conflitto di interessi. Era quindi necessario predisporre una nuova disciplina dei conflitti di interesse, maggiormente rigorosa ed efficiente.

La risposta più immediata alla condivisa necessità improrogabile di cambiare le regole è consistita

---

<sup>93</sup>MOCCI (2009), p. 14; inoltre una misura quale quella prevista dall'art. 27 del Regolamento Consob: "*costituisce davvero un modesto presidio degli interessi del cliente e conduce a un eccesso di informativa precontrattuale, tanto più inutile quanto più ampia: il rischio del vero conflitto si confonde tra le maglie di un elenco infinito di conflitti non rischiosi e inevitabilmente sfugge al cliente, che sottoscrive la dichiarazione di consenso con lo stesso grado di attenzione (pressochè nullo) con cui comunemente si sottoscrivono le clausole onerose ex art. 1341 c.c.*": LENER (2008), cit., p.42; MAIMIERI (2010), pp. 49 ss.

<sup>94</sup>Cosa importa che il cliente sia competente ed esperto nella materia, al fine di esonerarlo dalle regole di conflitto di interessi? Cfr. INZITARI (2009) p. 6; sull'argomento MAFFEIS (2007) pp. 71 ss.; MINNECI (2012) pp. 417 ss.

<sup>95</sup>La definizione di "operatore qualificato" è cambiata in virtù del recepimento della Direttiva MIFID, in relazione a questo periodo la definizione era contenuta nell'art. 31, comma 2, Regolamento Intermediari, tale categoria includeva: "*gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*". Erano quindi inclusi quei soggetti in possesso di specifiche competenze ed esperienza in materia finanziaria.

<sup>96</sup>Principio n. 6: "*A firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoid, should ensure that its customers are fairly treated*".

<sup>97</sup>Come affermato da un alto esponente della Commissione europea, "*we did not want to lose time over the question of the content of the rule of conduct*": FUSETTI, RECINE (2007) p. 211.

nell'emanazione della c.d. *Legge sulla tutela del risparmio* (L. n. 262/2005), il cui intervento è maturato direttamente sull'art. 6 del TUF (per il tramite dell'art. 10, comma 1, lett. a) della legge 262/2005), imponendo alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, di disciplinare i casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte ed autonome<sup>98</sup>. Nello specifico, il legislatore individuò nella Banca d'Italia l'Autorità competente a disciplinare la materia dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, inserendo poi nell'art. 6 TUF, già dedicato alla vigilanza regolamentare ed alla ripartizione delle materie di competenza rispettivamente di Banca d'Italia e Consob, un comma 2 bis che rappresentava la dilatazione di altro comma nel quale erano peraltro elencate le aree di intervento normativo della Consob. Si trattava di una posizione un po' anacronistica, che riportava la questione ai tempi della legge 1/1991, che riproponeva un modello di soluzione superato dalla disciplina dei paesi più evoluti, per di più contrario all'imminente direttiva MIFID. Inoltre, all'art. 9, si delegava il governo ad adottare uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni degli OICR, dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi<sup>99</sup>. La Consob è poi intervenuta con l'art. 56 del Regolamento Intermediari n.11522/98, disponendo che gli intermediari devono adottare delle procedure interne per evitare che ci siano degli scambi di informazioni tra i diversi settori. Devono seguire le regole impartite da Banca d'Italia, con il fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi. Tale soluzione ha il vantaggio di rimettere ai singoli intermediari la concreta individuazione delle modalità con le quali arrivare alla creazione di un "muro" tra i diversi settori<sup>100</sup>. Ma nell'arco di un anno cambia completamente lo scenario. Infatti la legge 13/2007 attuativa della MIFID ha abrogato gli artt. 9 e 10 della legge 262/2005 e l'art. 6, comma 2 – bis del TUF.

### 3.2 LA DISCIPLINA ATTUALMENTE IN VIGORE

Andiamo ora ad analizzare la disciplina attualmente in vigore: la direttiva MIFID<sup>101</sup>.

---

<sup>98</sup>Per una critica a questa e altre misure cfr. ANTONUCCI, PARACAMPO (2007) pp. 330 ss.

<sup>99</sup>Si prevedeva che i limiti all'investimento fondati su situazioni riconducibili ai conflitti di interesse non riguardassero solo gli strumenti finanziari emessi da società facenti parte del gruppo cui appartiene il gestore, ma anche quelli emessi da soggetti "appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o portafogli o con il gruppo al quale esso appartiene". Il legislatore mostrava quindi una netta propensione a intervenire anche in senso limitativo della libertà di organizzazione e di investimento al fine di prevenire i rischi derivanti da conflitti di interessi. Per un'analisi più approfondita si veda PRESTI, RESCIGNO (2007) p. 617.

<sup>100</sup>COSTI, ENRIQUES (2004) pp. 346 ss.

<sup>101</sup>Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e

Ai fini di questa disamina, verranno prima analizzate le norme della Direttiva MIFID di I e II livello, per poi arrivare al recepimento nella legislazione italiana confluito nel TUF attraverso il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

Obiettivo primario della Direttiva, in tema di conflitti di interesse, è di imporre alle imprese di investimento la definizione di procedure e di strutture organizzative adeguate alla prevenzione ed al contenimento dei conflitti di interesse. Il legislatore comunitario ha incluso le misure di prevenzione dei conflitti di interesse tra i requisiti di organizzazione che ciascun intermediario deve possedere, associando quindi in modo inscindibile questi requisiti all'autorizzazione da parte dell'autorità competente alla prestazione dei servizi di investimento<sup>102</sup>. I soggetti abilitati dovranno individuare ed applicare disposizioni di tipo organizzativo (ad esempio barriere informative) ed amministrativo per realizzare le misure richieste. Novità di rilievo della direttiva MIFID è il riconoscimento della legittimità delle operazioni in situazioni di conflitto quando quest'ultimo non incide negativamente sugli interessi dei clienti.

Nella Direttiva MIFID di I livello le norme che regolano gli obiettivi sopra descritti sono gli articoli

---

che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, GU L 145 del 30 aprile 2004, pp. 1-44. Prima di tale direttiva la Comunità Europea ha continuato il processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali in tema di mercato mobiliare e finanziario in genere per assicurare l'applicazione e il funzionamento del principio del mutuo riconoscimento. Tra i provvedimenti più significativi possiamo ricordare: i) le Direttive 2001/107 e 2001/108/CE del 21 gennaio 2002 in materia di organismi di investimento collettivo; ii) la Direttiva 2003/41/CE del 3 giugno 2003 in materia di fondi pensione; iii) la Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 in materia di prospetto informativo; iv) la Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 in materia di abuso di informazione privilegiata e manipolazione del mercato; v) la Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 in tema di offerte pubbliche di acquisto. A causa del fatto che, in concreto, il grado di armonizzazione delle legislazioni nazionali, in materia finanziaria, è risultato modesto, nel 2001 la Comunità Europea ha dato avvio ad un nuovo metodo di elaborazione delle Direttive comunitarie, il quale, praticamente, precede l'articolarsi del processo di formazione e applicazione del diritto europeo su quattro livelli: i) la Direttiva approvata dal Consiglio e dal Parlamento; ii) approvazione delle misure di attuazione della Direttiva ad opera della Commissione Europea; iii) misure di recepimento della Direttiva negli ordinamenti degli Stati membri; iv) applicazione delle singole disposizioni nel diritto interno. Tale nuovo metodo viene comunemente designato con l'espressione di procedura "Lamfalussy". Tale approccio normativo fa parte delle misure previste dal Financial Services Action Plan (FSAP) approvato dalla Commissione Europea nel maggio 1999 allo scopo di rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e di innalzare il livello di armonizzazione della regolamentazione comunitaria in materia. Al fine di assicurare l'effettiva armonizzazione delle legislazioni nazionali è previsto che le misure di attuazione adottate dalla Commissione siano emanate con il supporto e l'ausilio di importanti organi tecnici: il CESR (Committee of European Securities Regulators), che raggruppa i rappresentanti delle Autorità di controllo sul mercato mobiliare di tutti gli Stati membri e che ha il compito di fornire consulenza tecnica per la preparazione delle misure esecutive di secondo livello; oltre a questa funzione il CESR riscopre un ruolo importante anche nell'ambito del terzo livello: deve formulare standard che riflettono raccomandazioni o interpretazioni della regolamentazione comunitaria. Abbiamo poi l'ESC (European Securities Committee), il quale è composto da rappresentanti degli Stati membri ed è presieduto da un rappresentante dell'Unione Europea, agisce come comitato di regolamentazione ed esprime il proprio parere sulle proposte relative alle misure di esecuzione.

<sup>102</sup>V. BONZANINI, RAVASIO (2007), pp. 235 ss.. Il TUF si limitava a fissare un generico obbligo per gli intermediari di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse", senza fornire alcuna indicazione ulteriore agli intermediari.

13<sup>103</sup> ( rubricato "*requisiti di organizzazione*") e 18<sup>104</sup> ( rubricato "*conflitti di interesse*").

Il primo prevede che le imprese di investimento hanno l'obbligo di porre in essere misure organizzative al fine di prevenire i conflitti di interesse descritti dall'art. 18.

Quest'ultimo articolo, infatti, prevede ai commi 1 e 2, che: a) gli Stati membri devono richiedere alle imprese di investimento di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi che possono sorgere nella prestazione di servizi di investimento o accessori, fra le stesse e i loro amministratori, dipendenti e agenti o comunque soggetti direttamente o indirettamente collegati, da un lato, e i loro clienti, dall'altro, oppure fra clienti; b) ove gli strumenti di tipo organizzativo adottati dalle imprese di investimento per gestire il conflitto di interessi non siano sufficienti ad assicurare, ragionevolmente, la prevenzione del rischio di danni ai clienti, l'impresa di investimento deve comunicare con chiarezza la natura generale e/o le clausole del conflitto di interessi al cliente prima di intraprendere operazioni per suo conto<sup>105</sup>.

Infine, la norma specifica in quali tipologie di relazioni potenzialmente pericolose possono insorgere i conflitti di interesse: si tratta dei rapporti che si instaurano, in sede di prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio o di una combinazione di detti servizi, fra l'impresa di investimento e i clienti ovvero tra due clienti della stessa.

La direttiva MIFID di I livello, seguendo la "procedura Lamfalussy", per un'applicazione uniforme e omogenea della disciplina nei vari Stati membri, ha attribuito alla Commissione Europea il

---

<sup>103</sup> Art. 13, paragrafo 3, Direttiva MIFID, I livello: "*Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative ed amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'articolo 18, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti*"

<sup>104</sup> Art. 18, Direttiva MIFID, I livello: " 1. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti p tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi; 2. Quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento a norma dell'art. 13, paragrafo 3 per gestire i conflitti di interesse non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse. 3. Per tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari sotto il profilo tecnico e garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1 e 2, la Commissione adotta, secondo la procedura di cui all'art. 64, paragrafo 2, misure di esecuzione volte a: a) definire le misure che si può ragionevolmente richiedere alle imprese di investimento di adottare per rilevare, prevenire, gestire e/o divulgare i conflitti di interesse quando prestano vari servizi di investimento e servizi accessori o una combinazione di entrambi; b) stabilire opportuni criteri per determinare i tipi di conflitto di interesse la cui esistenza potrebbe ledere gli interessi dei clienti o potenziali clienti delle imprese di investimento.

<sup>105</sup> Nella legislazione previgente era consigliata la segregazione tra *business units*. Con l'avvento della MIFID questa soluzione non è la sola ed unica via percorribile ai fini della prevenzione dei conflitti di interesse, ma viene prescritto che ogni intermediario, tenuto conto della propria struttura ed organizzazione interna, delle attività e dei servizi prestati, dell'eventuale appartenenza ad un gruppo polifunzionale, deve applicare misure efficaci. Lo stesso CESR precisa che l'introduzione di barriere informative non è obbligatoria poichè, in linea teorica, vi sono altri mezzi altrettanto efficienti nell'ottica di prevenire i conflitti di interesse.

compito di "definire le misure che si può ragionevolmente richiedere alle imprese di investimento di adottare per rilevare, prevenire, gestire e/o divulgare i conflitti di interesse quando prestano vari servizi di investimento e servizi accessori o una combinazione di entrambi" nonché di "stabilire opportuni criteri per determinare i tipi di conflitto di interesse la cui esistenza potrebbe ledere gli interessi dei clienti o potenziali clienti delle imprese di investimento"<sup>106</sup>. Successivamente la Commissione incaricò il CESR<sup>107</sup> di esprimere un parere tecnico sulla direttiva.

Si arriva così all'emanazione della direttiva MIFID di II livello<sup>108</sup>. Questa elenca quelle circostanze che sono connaturate dalla presenza di un conflitto di interesse pregiudizievole per i clienti (art.21<sup>109</sup>), descrive la politica di gestione dei conflitti di interesse (art. 22<sup>110</sup>) e obbliga, le imprese

---

<sup>106</sup>Art. 18, par. 3, lettere a) e b).

<sup>107</sup>CESR's Draft Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the 1st Set of Mandates, Markets and Financial Instruments Directive, Feedback Statement, Gennaio 2005.

<sup>108</sup>Per rimarcare il carattere maggiormente tecnico di questa direttiva il Considerando n. 3 afferma che "E' necessario specificare in concreto i requisiti di organizzazione e le procedure per le imprese di investimento che prestano tali servizi o esercitano tali attività. In particolare, occorre prevedere procedure rigorose in ambiti quali il controllo della conformità (compliance), la gestione del rischio, il trattamento dei reclami, le operazioni personali, l'esternalizzazione e l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse". Con questo Considerando la Commissione indica alle imprese le materie sulle quali deve necessariamente applicare procedure e requisiti di organizzazione.

<sup>109</sup>"Gli Stati membri assicurano che, come criterio minimo per determinare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere al momento della fornitura di servizi di investimento e accessori o di una combinazione di essi e la cui esistenza può danneggiare gli interessi di un cliente, le imprese di investimento considerino se l'impresa di investimento, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con l'impresa si trovi in una delle seguenti situazioni, sia a seguito della prestazione di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento, sia per altra ragione:

- a) è probabile che l'impresa o tale soggetto realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria, a spese del cliente;
- b) l'impresa o un soggetto hanno nel risultato del servizio prestato al cliente o dell'operazione realizzata per conto di quest'ultimo un interesse distinto da quello del cliente;
- c) l'impresa o tale soggetto hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato;
- d) l'impresa o tale soggetto svolgono la stessa attività del cliente;
- e) l'impresa o tale soggetto ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio".

<sup>110</sup>"Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di elaborare, applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse che deve essere formulata per iscritto ed essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità della sua attività.

Qualora l'impresa appartenga ad un gruppo, tale politica deve tenere conto anche delle circostanze, di cui l'impresa è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo.

La politica di gestione dei conflitti di interesse messa in atto conformemente al paragrafo 1 deve avere il seguente contenuto: a) deve consentire di individuare, in riferimento ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati da o per conto dell'impresa di investimento, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse che possa ledere

di investimento a tenere e a aggiornare regolarmente un registro dei servizi e delle attività che danno origine a conflitti di interesse pregiudizievoli per i clienti (art. 26).

Con la legge 6 febbraio 2007, n. 13 ( legge comunitaria 2006), il legislatore italiano ha gettato le basi per l'avvio del processo di recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva di I livello. La recezione della MIFID (Direttiva n. 2004/39 del 21 aprile 2004), operata con il d. lgs. 17 settembre 2007 n. 164 ha comportato rilevanti novità nella nostra regolazione nazionale di settore.

Esse, insieme con quelle recate dalla legge 28 dicembre 2005 n. 262, seguita dal d. lgs. 29 dicembre 2006 n. 303, per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, hanno condotto ad una nuova “edizione” del TUF ed alla sostituzione del precedente Regolamento Consob "Intermediari" con un nuovo Regolamento, il n. 16490 del 29 ottobre 2007, nonché all'emanazione, nella medesima data 29 ottobre 2007, di un Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob ( di seguito Regolamento Congiunto) rivolto ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento ed ai soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Tale nuova normativa sposta l'accento sulle misure di organizzazione dell'impresa dirette a

---

*gravemente gli interessi di uno o più clienti; b) deve definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.*

*Gli Stati membri assicurano che le procedure e le misure previste al paragrafo 2, lettera b), siano volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che implicano un conflitto di interesse del tipo specificato al paragrafo 2, lettera a), svolgano dette attività con un grado di indipendenza appropriato per le dimensioni e le attività dell'impresa di investimento e del gruppo cui essa appartiene e per la rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati. Ai fini del paragrafo 2, lettera b), tra le procedure da seguire e le misure da adottare rientrano quelle tra le seguenti che sono necessarie e idonee perché l'impresa garantisca il grado di indipendenza richiesto: a) procedure efficaci per impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che comportino un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti; b) la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicino l'esercizio di attività per conto dei clienti o la prestazione di servizi ai clienti i cui interessi possano confliggere, o che rappresentino in altro modo interessi diversi che possono confliggere, ivi compresi quelli dell'impresa; c) l'eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'attività e la retribuzione di, o i redditi generati da, altri soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'altra attività, nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse in relazione a dette attività; d) misure miranti a impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante esegue i servizi di investimento o accessori o le attività di investimento; e) misure miranti a impedire o controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto rilevante a servizi di investimento o accessori o attività di investimento distinti, quanto tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.*

*Se l'adozione o l'applicazione di una o più tra le suddette misure e procedure non assicura il grado richiesto di indipendenza, gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive che siano necessarie e appropriate a tali fini.*

*Gli Stati membri assicurano che le informazioni da comunicare ai clienti, in applicazione dell'art. 18, paragrafo 2, della Direttiva 2004/39/CE, siano fornite su un supporto duraturo e siano sufficientemente dettagliate, considerata la natura del cliente, da consentire a tale cliente di prendere una decisione informata sul servizio di investimento o accessorio, tenuto conto del contesto in cui sorge il conflitto di interesse".*



identificare ed a gestire le situazioni di conflitto di interessi, mentre, come abbiamo visto, in passato ci si concentrava sulla prevenzione di tali situazioni.

La disciplina dei conflitti di interessi si segnala per un carattere di rilevante novità, consistente nel fatto che essa si applica tanto ai clienti al dettaglio quanto ai clienti professionali e alle controparti qualificate<sup>111</sup>; viene dunque meno, con la MIFID, qualsiasi margine perché l'intermediario persegua l'obiettivo della disapplicazione della disciplina del conflitto di interessi ai rapporti con determinate categorie di clienti<sup>112</sup>. Questa è una novità di grande rilievo in quanto il conflitto di interessi rappresenta la patologia principale dipendente dalla natura del servizio e del rapporto tra intermediario e cliente. Le regole che riguardano i conflitti di interesse prescindono dalla maggiore o minore conoscenza da parte dei clienti delle caratteristiche degli strumenti finanziari.

In particolare, l'art. 21 del TUF afferma che nella prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento i soggetti abilitati hanno l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, di acquisire le informazioni utili dai clienti per essere sempre adeguatamente informati. Inoltre, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali emesse dagli intermediari devono essere *“corrette, chiare e non fuorvianti”*. Gli intermediari, come già è stato spiegato, devono avere le necessarie risorse e procedure garantire l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività. Il successivo comma 1 – bis obbliga i soggetti abilitati ad adottare *“ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti”*. Gli intermediari, in tema di trasparenza, devono poi informare *“chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”*. Infine, devono svolgere *“una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”*.

Questa norma formula quattro regole di svolgimento dei servizi ed attività di investimento, ed una specifica disciplina riferita al conflitto di interessi. La lettera a) richiama i principi generali di diritto comune, evidenziandone il legame con la disciplina speciale dei comportamenti degli intermediari. Alle lettere b) e c) troviamo la disciplina degli obblighi di informazione, finalizzate a garantire la massima trasparenza nel rapporto tra intermediari ed investitori. La lettera d) stabilisce gli obblighi

---

<sup>111</sup>E' stato ben recepito il Considerando 25 n. della Direttiva di II livello: *“I conflitti di interesse devono essere oggetto di regolamentazione solo quando un servizio di investimento o un servizio accessorio è fornito da un'impresa di investimento. Lo status del cliente al quale il servizio è fornito (cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata) è irrilevante a tal fine”*.

<sup>112</sup>V. MAFFEIS (2008), p. 581.

informativi degli intermediari<sup>113</sup>. Infine, la lettera e) si occupa della disciplina del conflitto di interessi. Dall'analisi della norma si evince che l'intermediario non è tenuto ad informare il cliente quando le misure organizzative sono state in grado di prevenire la situazione conflittuale, quindi si rende superflua ogni sorta di comunicazione preventiva di un conflitto che in quel momento non c'è e che, semmai potrà successivamente incidere negativamente sull'operazione soltanto all'atto del suo compimento<sup>114</sup>.

Nel nuovo Regolamento Consob la norma relativa al conflitto di interessi è scritta nell'art. 29, comma 1, lett. i) e l). questa norma afferma semplicemente che gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio<sup>115</sup>, o a potenziali tali, una descrizione della politica di gestione dei conflitti di interessi seguita dall'intermediario. Inoltre, sempre per un maggior grado di tutela, i clienti possono richiedere all'intermediario maggiori dettagli sulla politica di gestione dei conflitti.

Contemporaneamente a tale Regolamento, Banca d'Italia e Consob hanno emanato un Regolamento Congiunto<sup>116</sup> "adottato ai sensi degli articoli 6, comma 2 bis<sup>117</sup> e 201, comma 12<sup>118</sup>" del TUF. In particolare, per ciò che riguarda il nostro tema, dobbiamo fare riferimento alla Parte 3 del Regolamento, intitolata: "Conflitti di interesse".

In linea generale<sup>119</sup>, gli articoli 23, 24 e 25 del Regolamento Congiunto riguardano anzitutto e

---

<sup>113</sup>Questa regola era già presente nella versione iniziale del TUF. La novità di rilievo sta nella *procedimentalizzazione* dell'agire: obbligo di predisporre procedure, attraverso le quali l'intermediario è tenuto a regolare tempi e modi della prestazione dei servizi.

<sup>114</sup>Per un'attenta disamina vedi RESTUCCIA (2012), p. 32; MAFFEIS (2008), p. 51, il quale sostiene che il conflitto di interessi è "inteso qui, come risultato dell'azione, ciò che, però non rappresenta affatto una patologia suscettibile di utile informazione preventiva ( che si giustifica quando il conflitto di interessi è inteso come situazione), bensì rappresenta una patologia in *executivis* sanzionata dall'ordinario dovere di diligenza professionale".

<sup>115</sup>Il Regolamento Intermediari, seguendo l'impostazione della Mifid, vuole assoggettare ad un maggiore grado di tutela i clienti al dettaglio in quanto controparti maggiormente deboli.

<sup>116</sup>Il Regolamento Congiunto è composto da 45 articoli e da 3 allegati

<sup>117</sup>Art. 6, comma 2 – bis, TUF: "La Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante Regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) governo societario, requisiti di organizzazione, sistemi di remunerazione e di incentivazione; b) continuità dell'attività; c) organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di cui alla lettera e); d) procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; e) controllo della conformità alle norme; f) gestione del rischio dell'impresa; g) audit interno; h) responsabilità dell'alta dirigenza; i) trattamento dei reclami; j) operazioni personali; k) esternalizzazioni di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o attività; l) gestione dei conflitti di interesse, potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; m) conservazione delle registrazioni; n) procedure anche di controllo interno, per la percezione o corresponsione di incentivi.

<sup>118</sup>Art. 201, comma 12, TUF: "Agli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale si applicano gli articoli 6, commi 1, lettera b), 2 e 2 – bis; 8, comma 1; 10, comma 1; 21; 22; 23; 24, 25, 31, 32, 167, 171, 190 3 195".

<sup>119</sup>Nei capitoli successivi verranno ampiamente approfondite le tematiche che questi capitoli trattano. In particolare i capitoli 2 e 3 parleranno della prevenzione, individuazione e gestione dei conflitti di interesse da parte dei soggetti abilitati.

principalmente l'organizzazione e le procedure aziendali degli intermediari; essa quindi detta regole di comportamento "interno", rivolte agli organi aziendali, nelle rispettive competenze; inoltre tale regolamentazione individua tre piani, sui quali gli intermediari devono attrezzarsi ( con adeguate misure organizzative e procedurali), che sono specificati nell'art. 23<sup>120</sup>:

1. il piano della identificazione dei conflitti di interesse;
2. il piano della gestione dei conflitti stessi;
3. l'obbligo di *disclosure*.

La regolamentazione si chiude con una norma di comportamento esterno: l'art. 23, comma 3, prescrive che, quando le misure adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti per *"assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato"*, << *gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano* >>.

Tale norma riprende quella dell'art. 21, comma 1 - bis del TUF con due modifiche:

- 1) elimina l'aggettivo *"generale"* che, nella norma del TUF qualifica la *"natura"* dei conflitti; 2) aggiunge la precisazione dello scopo dell'informazione che viene prescritta ( *"affinché il cliente possa assumere una decisione informata sui servizi prestati"*), lasciando però irrisolta una questione importante: se, informato, il cliente abbia l'onere di *"revocare l'ordine"*; cioè, se il cliente, una volta informato, tace, l'intermediario è autorizzato a dar corso all'operazione in conflitto, o deve astenersene?

La tesi negativa estrema è dire che occorre informare il cliente che, nel prestare i servizi promessi, l'intermediario potrà trovarsi in situazioni di conflitto di interessi e che basterà ricevere la risposta del cliente, il quale dichiara di autorizzare l'intermediario ad operare anche in siffatte situazioni (salvaguardando sempre l'interesse del cliente). La tesi negativa può anche collocarsi in un punto mediano, assumendo che l'informazione – decisione informata possa avere ad oggetto situazioni tipiche, specificatamente indicate.

L'art. 21, comma 1 - bis del TUF ci dice che l'informazione dovuta al cliente verte sulla *"natura generale"* e/o sulle *"fonti dei conflitti di interesse"*; il Regolamento Congiunto all'art. 23, comma 3 specifica che *"la decisione informata"* del cliente ha per oggetto *"i servizi prestati"*. Se ne ricava<sup>121</sup> che la decisione del cliente deve vertere sul punto che, data la situazione di conflitto

---

<sup>120</sup>Tale articolo sintetizza i concetti espressi negli articoli 13 e 18 della Direttiva MIFID di I livello, indicando quali sono i momenti in cui la disciplina si snoda.

<sup>121</sup>In dottrina pareri divergenti arrivano da ANTONUCCI (2009), secondo la quale, cit., p.10: *"il precetto disclose or abstain perde la sua seconda componente e vede anche configurata la prima. Non vi sono divieti, non vi sono obblighi di astensione: c'è*

denunciata non basta che l'intermediario avverta genericamente che versa in conflitto di interessi, ma occorre che specifichi in che consista tale conflitto e da dove arrivi, in modo che l'intermediario sia autorizzato a prestare il servizio o debba astenersene<sup>122</sup>. Altrimenti tale "decisione informata" costituirebbe un'autorizzazione in bianco, inadatta quindi allo scopo. Consentirla in via preventiva (come pure la lettera del Regolamento permetterebbe e come l'ABI non ha mancato di suggerire<sup>123</sup> significherebbe consentire agli intermediari di eludere la legge, introducendo, già nel contratto quadro ( il *Customer Agreement*), clausole di autorizzazione generale, e generica, ed operare in conflitto di interessi.

L'art. 24 del Regolamento Congiunto si riferisce ai soli conflitti di interesse che possono recare danno al cliente. Il perimetro della norma risulta essere esteso ai soggetti rilevanti<sup>124</sup> e ai soggetti

---

*procedimentalizzazione dei conflitti".*

<sup>122</sup>Sul punto SCOTTI CAMUZZI (2011) pp. 121 ss., secondo cui la decisione informata consisterebbe in un'autorizzazione ad operare in conflitto di interessi; RESTUCCIA (2012), il fulcro del suo pensiero è: " è altrettanto vero che l'indicazione precettiva che emerge attesta, senza dubbio, la necessità di una decisione informata, richiamando, neppure tanto implicitamente, il consenso del cliente al compimento dell'operazione finanziaria; un consenso senza il quale, evidentemente, quella decisione, seppur supportata dalla preventiva attività informativa dell'intermediario, risulta viziata", cit., p. 18; FUSETTI, RECINE (2007): "chiaramente quest'informativa si inserisce in un quadro più ampio, quello dell'informativa pre contrattuale che l'impresa deve fornire al momento dell'instaurazione del rapporto. Essa deve sfociare in un processo di effettiva e specifica approvazione da parte del cliente stesso ( in assenza della quale, non verrebbe assicurata la presa d'atto – e la relativa assunzione della responsabilità – di quest'ultimo)", cit., p. 169. MAFFEIS (2008), cit. p. 585, secondo cui " se [ l'articolo 23, comma 3 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia Consob] evoca il consenso del cliente, è perché quel consenso occorre – il riferimento alla << decisione informata >> va letto come un richiamo alla necessità di un preciso requisito della fattispecie, che consiste nella << decisione informata >> del cliente".

<sup>123</sup>Nel documento ABI, in data 18 ottobre 2007 di "Risposta alla consultazione della Banca d'Italia e della Consob sulla regolamentazione congiunta di recepimento della MIFID" si legge: "Con riferimento al commento dell'art. 23, in cui si precisa che l'informazione prevista dal comma 3 non richiede necessariamente di essere resa in occasione di ogni singola operazione, si richiede di fornire indicazioni più precise in merito alle fattispecie di conflitto di interessi che necessitano di una disclosure sulla singola operazione e di quelle che possono invece essere rese nel contratto relativo al servizio di investimento prestato. A tal proposito, si propone l'adozione dei seguenti criteri:

- a) per gli eventuali conflitti di interessi relativi al servizio di collocamento ( con o senza assunzione a fermo di garanzia), vista la specificità di tali situazioni di conflitto, l'informativa dovrà essere resa in occasione di ogni singola operazione;
- b) per gli eventuali conflitti relativi alla prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti, ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, negoziazione per conto proprio, generalmente meno rilevanti rispetto alla casistica precedente, pare sufficiente un'informativa resa a livello contrattuale;
- c) per gli eventuali conflitti di interesse relativi alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, vista la concreta impraticabilità di un'informativa resa su ogni singola operazione ed in coerenza con quanto previsto nella normativa previgente, l'informativa potrà essere contenuta nel contratto".

<sup>124</sup>Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. p) del Regolamento Congiunto, sono considerati soggetti rilevanti coloro che appartengono ad una delle seguenti categorie:

"i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interesse, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; ii) dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipano alla

aventi *"con essi un legame di controlli, diretto o indiretto"*. L'articolo continua con una breve elencazione<sup>125</sup> (contenente categorie molto generiche ma ognuna inerente un ambito operativo ben noto) che funge da linea guida nell'individuazione delle tipologie dei conflitti. Le disposizioni in merito all'elenco descritto in nota, tuttavia, presentano delle lacune, come il fatto che, sebbene sia chiaro che l'intermediario abbia la possibilità di incrementare l'elenco, non sia altrettanto chiaro se egli abbia contestualmente l'obbligo di attenersene.

Con l'art. 25 del Regolamento Congiunto si recepisce in tutto e per tutto l'art. 22 della Direttiva MIFID di II livello in tema di gestione dei conflitti al cui si rimanda per approfondimenti.

Proseguendo, l'art. 26 del Regolamento Congiunto impone agli intermediari di istituire e aggiornare in modo regolare un registro, nel rispetto dell'art. 23 della Direttiva MIFID di II livello. Come il documento di consultazione già nominato precisa, è bene che la tenuta del registro sia affidata alla funzione di *compliance* degli intermediari: questo strumento, rappresentato da una sorta di diario sulle situazioni conflittuali, potrà assumere valenza ai fini di vigilanza.

Di conseguenza la disciplina del conflitto di interessi può essere interpretata come segue<sup>126</sup>:

*"quando l'intermediario ha un interesse proprio nell'operazione che potenzialmente, in astratto, sia confliggente con quello del cliente, deve (...) informarne il cliente, ed astenersi dall'operazione a meno che il cliente, informato, specificatamente l'autorizzi. L'intermediario è però esonerato da tale obbligo ( di astensione oppure di ottenimento dell'autorizzazione, specifica ed informata, da parte del cliente) se ( e sarà suo onere provare che in fatto, nel caso, tale condizione liberatoria ricorreva) al momento dell'operazione è ragionevolmente certo che – grazie alle misure adottate per gestire i conflitti – "il rischio di nuocere" all'interesse del cliente sia evitato".*

Si tornerebbe quindi al principio del *"disclose or abstain"*, più un correttivo aggiunto dalla MIFID (la condizione liberatoria all'obbligo di astensione), il quale è sancito nell'art. 21, comma 1 - bis lett. b) del TUF e nell'art. 23, comma 3 del Regolamento Congiunto.

---

*prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; iii) persone fisiche che partecipano direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario".*

<sup>125</sup>Art. 24, Regolamento Congiunto: *"Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse (...), gli intermediari considerano, quale criterio minimo, se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:*

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;*
- b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;*
- c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;*
- d) svolgano la medesima attività del cliente;*
- e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio".*

<sup>126</sup>Seguendo le parole di SCOTTI CAMUZZI (2011), cit., p. 324.

Esso però può essere inteso in due modi:

- 1) la "ragionevole certezza" deve essere intesa nel senso che l'operazione di cui si tratta non faccia correre alcun rischio al cliente. Questa interpretazione però incontra le difficoltà di poter individuare ex ante le operazioni prive di rischio.
- 2) la "ragionevole certezza" deve essere interpretata nel senso di mancata influenza del conflitto nell'operazione. C'è quindi bisogno, con certezza, di avere eliminato il rischio del conflitto.

Il modello, oggi come ieri, è quello del divieto derogabile di agire, che quindi consente di considerare non vietata l'operazione quando vi sia stata un'espressa manifestazione di volontà del cliente che sia seguita ad un'adeguata informazione<sup>127</sup>.

Si è quindi visto come la regola *disclose or abstain* è stata la soluzione preferita dal legislatore in questi ultimi anni per colmare l'asimmetria informativa presente tra intermediario e cliente. Tale regola ha subito nel corso del tempo vari cambiamenti, fino ad arrivare, oggi, ad una disciplina molto rigorosa che però lascia molta discrezione agli intermediari, i quali devono essere capaci di interpretare la regolamentazione per evitare che tali conflitti vadano ad incidere negativamente sugli interessi dei loro clienti o potenziali tali.

#### 4. PROFILI DI ANALISI ECONOMICA

La disciplina del conflitto di interessi può essere vista anche da un punto di vista economico oltre che giuridico attraverso la teoria dell'*agency*. Questa infatti si presta particolarmente a descrivere il rapporto che si viene a creare tra intermediario e investitore nello svolgimento di una attività professionale. A rafforzare questa tesi viene in aiuto il pensiero di un autore<sup>128</sup>, secondo cui: "*la distribuzione asimmetrica delle informazioni e il vincolo di interdipendenza, che lega la soddisfazione dell'interesse del cliente al comportamento dell'intermediario finanziario, consentono agevolmente di ricondurre il tema dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento ai modelli dell'agency theory*".

Parlando di *agency* facciamo quindi riferimento ad una relazione in cui una parte, il *principal* (o fiduciante), trae beneficio quando un'altra parte, l'*agent* (fiduciario), esegue alcuni compiti con diligenza e lealtà; e, al contrario, subisce un danno quando quest'ultimo agisce nel disprezzo dell'interesse del primo<sup>129</sup>.

La nozione economica di "*agency*" deriva dalla legge mercantile inglese ( in particolare, dal

---

<sup>127</sup>V. MAFFEIS (2008), p. 584.

<sup>128</sup>PERRONE (2007), cit. p.57.

<sup>129</sup>SARTORI (2003) pp. 8 ss.

contratto di commissione), mediante il ricorso a tale concetto gli economisti sono soliti fare riferimento ai costi necessari per sorvegliare sulla corretta esecuzione di un potere decisionale affidato ad un soggetto che deve esercitarlo nell'interesse altrui: "*the core idea is that a fiduciary is a person who is held to duties positively to promote another person's interest even at the cost of his own*"<sup>130</sup>.

A separare il *principal* dall'*agent* troviamo l'asimmetria informativa, con essa si intende una situazione in cui i soggetti coinvolti in uno scambio non sono tutti informati allo stesso modo. In altri termini, un soggetto (l'*agent*) dispone di alcune informazioni, rilevanti per la transazione, che non sono a conoscenza dell'altro soggetto (il *principal*). Il dislivello informativo può generare un problema quando, prima della stipulazione di un contratto, il *principal* non rivela correttamente le informazioni in suo possesso all'*agent* e di conseguenza quest'ultimo non è in grado di valutarlo correttamente<sup>131</sup>, tale situazione è nota con il termine di *adverse selection*. Oltre a potersi presentare già prima della conclusione del contratto il problema dell'asimmetria informativa può prodursi anche successivamente alla stipula dell'accordo tra i soggetti. Tale situazione si ripercuote sull'incapacità del *principal* di osservare e valutare l'azione intrapresa dall'*agent*; ciò crea il problema del *moral hazard*<sup>132</sup>, anche conosciuto come *hidden action*<sup>133</sup>. Tale problema consiste nel fatto che l'*agent*, una volta concluso il contratto, metta in atto comportamenti non corretti, perseguendo i propri interessi a spese del *principal*. L'*agent* può sfruttare questa situazione grazie al fatto che il *principal* non è in possesso degli strumenti e delle conoscenze necessarie per monitorare l'attività del primo.

Emerge quindi come tale modello possa essere utilizzato per interpretare le relazioni contrattuali che intercorrono tra intermediario finanziario e cliente, in quanto può aiutare a individuare gli incentivi necessari che inducono l'intermediario a fare ciò che è meglio per il cliente. Le relazioni di agenzia che intercorrono tra intermediari finanziari e clienti presentano l'elemento della fiduciarità.<sup>134</sup> Il rapporto tra intermediari e investitori si basa, infatti, sulla fiducia. Se un *agent*

---

<sup>130</sup>Così WITTAKER, ZIMMERMANN, *Good faith in Europe contract law*, Cambridge, 2000, cit., p.46.

<sup>131</sup>Nel'ambito di cui si sta parlando ciò si traduce nel problema che l'investitore potrà dare informazioni non corrette sulla propria conoscenza ed esperienza nel settore di investimento, sulla propria situazione finanziaria e sui suoi obiettivi di investimento. Fornire in modo errato tali informazioni comporta il fatto che l'intermediario non potrà eseguire correttamente i test di adeguatezza e di appropriatezza previsti dalla disciplina (vedi art. 39 e ss. Regolamento Intermediari n. 16190), di conseguenza non fornirà un servizio che si adatti al meglio alle caratteristiche dell'investitore.

<sup>132</sup>Il termine *moral hazard* è stato utilizzato solo di recente con valenza generale. Infatti, è nato nel contesto assicurativo. Cfr. ARROW, *Aspects of the theory of risk-bearing*, Helsinki: Yrjö Jahnsson Foundation, 1965.

<sup>133</sup>La paternità dell'espressione va riconosciuta a ARROW, *The economics of agency*, A report of the center for research on organizational efficiency, Stanford University, 1985, p.3. "*I will call the two types of principal-agent problems hidden-action and hidden information, respectively. In the literature, they are frequently referred to as moral hazard and adverse selection*".

<sup>134</sup>Cfr. RESTUCCIA (2012), pp. 1 ss., osserva che la componente fiduciaria è la base per l'esatta rappresentazione degli interessi

viola la fiducia del cliente, comportandosi opportunisticamente, si circonda di una cattiva reputazione, ciò comporta che gli eventuali futuri *principals* saranno disincentivati a entrare in una relazione di agenzia con lo stesso.

A tal proposito, la dottrina afferma che<sup>135</sup>: "*chi assume l'incarico di gestire l'interesse altrui deve averne più cura che se fosse proprio (...). La diligenza è lealtà. Il fiduciante si affida alla lealtà del fiduciario nella presunzione che nessuna interferenza di altri interessi venga a turbare l'opera sua (...). La funzione sociale dell'istituto del conflitto di interessi è dunque nel controllo dell'imparzialità del fiduciario in considerazione delle decisioni che va a prendere*".

Nel caso che si sta esaminando quindi, parlando di conflitto di interessi, l'interesse del *principal* (quindi quello del cliente) sarà quello di ottenere il massimo profitto con il minimo rischio; mentre quello dell'*agent* (l'intermediario) sarà di lucrare il più possibile. Secondo un altro autore<sup>136</sup>:

"*affinché una relazione di agenzia possa essere definita come fiduciaria deve presentare alcune peculiarità. Sussiste, infatti, una relazione fiduciaria quando l'agent agisce nell'interesse del principal: ovvero non sopporta in via esclusiva ed immediata gli eventuali costi delle scelte strategiche effettuate. (...). Una relazione fiduciaria presuppone, in secondo luogo, che tra le parti sussista un gap informativo*". C'è quindi bisogno di definire un regolamento idoneo a creare gli incentivi affinché il secondo serva gli interessi del primo. Definire e governare il regolamento degli incentivi è costoso. Si tratta, in particolare: i) dei costi della scelta dell'agente; ii) dei costi di definizione del regolamento; iii) dei costi di amministrazione dello stesso; iv) dei costi di monitoraggio; oltre che di tutti i costi associati al *moral hazard* e all'*hidden information*. Tali costi, comunemente chiamati costi di agenzia, sono tutti i costi che le parti del contratto devono sopportare per allineare i loro interessi. Il problema è quindi quello di trovare degli incentivi (che però sono molto costosi) affinché l'intermediario persegua l'interesse del cliente<sup>137</sup>. Affinché ci sia

---

coinvolti nella prestazione dei servizi di investimento. Tale componente fiduciaria viene violata quando l'intermediario non compia le scelte di investimento più confacenti al perseguimento dell'interesse del cliente.

<sup>135</sup>VISENTINI (2002), cit., p.460. L'autore nel testo individua nella lealtà l'elemento fondante del rapporto fiduciario, affermando, comunque, che molte volte chi è investito della cura dell'interesse altrui è tentato di abusare di tale potere. "*La funzione sociale dell'istituto del conflitto di interessi è dunque nel controllo della imparzialità del fiduciario in considerazione delle decisioni che va a prendere*".

<sup>136</sup>SARTORI (2004), cit., p.133.

<sup>137</sup>Per una disamina più approfondita vedi SARTORI (nt.35), il quale parla dello strumento ideale per governare le relazioni di agenzia: il *first best efficient contract*: modello teorico contrattuale capace di creare i giusti incentivi, limitandosi a compensare e penalizzare adeguatamente l'agent a seconda del comportamento tenuto. L'operatività di tale modello negoziale è solo ideale in quanto presuppone che: i) tra le parti non vi sia alcuna asimmetria informativa; ii) il principal ed, eventualmente, l'organo giudiziale possano osservare l'azione dell'agent e il risultato della stessa; iii) non si sia in presenza di attività relativamente a rischio; iv) il principale conosca l'utilità potenziale derivante dall'agent dallo svolgimento di un'eventuale attività alternativa. Cfr per tutti BESANKO, DRANOVE, SHANLEY, *Economics of strategy*, Northwestern University, II ed., 2000.

Però, come lo stesso Sartori ammette, tale contratto non è realistico, di conseguenza il c.d. *Second best efficient contract* o *mixed*



un conflitto di interessi, in questi termini, l'*agent* deve godere di autonomia decisionale nell'amministrazione del patrimonio del *principal*. Quindi, maggiore è la discrezionalità in capo all'*agent*, maggiore è il rischio che esso ponga in essere comportamenti opportunistici, finalizzati all'ottenimento di un vantaggio patrimoniale diverso dal legittimo compenso per l'attività svolta<sup>138</sup>. Qui entra in gioco l'ordinamento giuridico, il quale reagisce a causa della violazione della fiducia che un soggetto debole ripone in un soggetto forte, attraverso un abuso del potere gestorio, strumentale al conseguimento di un'utilità illegittima.

L'ostacolo all'azione del fiduciario che solleva il trovarsi in conflitto di interessi risponde ad una regola di correttezza così diffusa da assurgere a principio generale dell'ordinamento giuridico. La regola si applica al mandato, che può essere preso come principio nelle relazioni fiduciarie in generale. Seguendo il pensiero di un autore<sup>139</sup>, il mandatario diligente deve curare lealmente l'interesse del mandante, oltre alla diligenza, al mandatario si chiede la fedeltà. Sarebbe quindi la lealtà a regolare le situazioni di conflitto, infatti se il mandatario è leale non coglierà occasioni dell'incarico per perseguire il proprio interesse o quello di terzi, che comporti una minore cura dell'interesse del mandante. E' inoltre leale quando, se cade in situazione di conflitto di interessi, avverte il mandante.<sup>140</sup>

L'istituto del conflitto di interessi presuppone quindi che l'*agent* violi le regole della correttezza; ovvero, le regole che impongono alle parti contrattuali di comportarsi in modo leale ed equo. Purtroppo però, lo strumento contrattuale non è sempre sufficiente per risolvere i problemi di agenzia e quindi per creare i giusti incentivi affinché l'operatore agisca nel miglior interesse del cliente. Questo perché i mercati finanziari, a causa delle loro caratteristiche, presentano contratti incompleti<sup>141</sup> e informazione asimmetrica. Di conseguenza ci possono essere (e ci sono) operatori che si approfittano di questa situazione; anche se, è da ricordare, sono proprio gli intermediari finanziari la risposta del mercato alla naturale asimmetria nella distribuzione di informazioni tra creditori e debitori<sup>142</sup>. Addirittura, come una dottrina qualificata ha sottolineato "*i mercati,*

---

*contract* sembra essere lo strumento ideale per minimizzare i costi.

<sup>138</sup>Quindi servizi di investimento quali la negoziazione, la ricezione e la trasmissione di ordini, il collocamento.... sono potenzialmente meno rischiosi per l'investitore rispetto al servizio di gestione di portafogli di investimento su base individuale.

<sup>139</sup>VISENTINI (2002), pp. 12 ss.

<sup>140</sup>VISENTINI (2002), "*Il mandatario che agisce in conflitto, senza rimettere il mandato, è sleale, il suo comportamento è di per se' negligente, è inadempimento; il danno che viene a subire il fiduciario è in via presuntiva dovuto al comportamento di chi, sleale, ha agito in conflitto*", cit. p. 32.

<sup>141</sup>E' bene specificare che tale termine si riferisce all'incompletezza c.d. economica. Ovvero, il contratto può essere incompleto pur non presentando lacune da un punto di vista giuridico.

<sup>142</sup>In questi termini COLOMBINI (2008), p.18: "*altri studi individuano nella riduzione delle asimmetrie informative sugli scambi creditizi la motivazione fondamentale per l'esistenza degli intermediari finanziari. Diversità nella distribuzione delle informazioni alimentano costi di transazione per giungere alla definizione degli scambi creditizi*".

soprattutto quelli finanziari, non obbediscono ai meccanismi virtuosi che molti considerano loro propri, ma tendono a incoraggiare manipolazioni e frodi. Più diventano sofisticati, più richiedono una disciplina attenta e capillare"<sup>143</sup>. Questo per dire che l'ordinamento giuridico deve intervenire per correggere le insufficienze di mercato. C'è però da dire che, se il mercato si accorge del sistematico sfruttamento del conflitto di interessi da parte di un intermediario, lo punisce colpendone l'immagine, la reputazione e, se del caso, la quotazione in borsa<sup>144</sup>.

Si ribadisce anche che la tutela dell'investitore non può essere assicurata da un sistema concorrenziale che escluda dal mercato gli operatori che agiscono con scorrettezza o imperizia<sup>145</sup>: lo stretto legame che si crea tra cliente e intermediario, impedisce al primo di accorgersi, già all'inizio del rapporto, dell'eventuale slealtà o inettitudine dell'intermediario, essendo il comportamento di quest'ultimo valutabile solamente al termine dell'incarico affidatogli. Per questo l'intermediario, innanzitutto, deve ridurre l'asimmetria informativa presente nel rapporto attraverso la rivelazione alla controparte della situazione di conflitto.

L'individuazione di una strategia normativa capace di misurarsi con tali questioni sconta la considerazione di una pluralità di fattori. Dal punto di vista della considerazione del problema, anzitutto, decisivo appare il dato "quantitativo" correlato all'estensione delle attività svolte dall'intermediario, alle caratteristiche della clientela e, quindi, all'intensità delle asimmetrie informative<sup>146</sup>. In una chiave di efficienza, poi, la considerazione dei costi della regolamentazione e le caratteristiche del contesto di riferimento sono cruciali per determinare il peso relativo dell'intervento normativo rispetto a meccanismi correttivi di mercato: identificabili, più nel dettaglio, nelle dinamiche concorrenziali, nei vincoli di reputazione e nella capacità dei clienti di scontare il prezzo dei servizi di investimento in proporzione al rischio da conflitto di interesse<sup>147</sup>. Sotto il profilo delle scelte di politica economica, da ultimo, la soluzione del problema può implicare differenti paradigmi di riferimento: nell'applicazione giurisprudenziale delle clausole generali previste nel diritto dei mercati finanziari sono ampiamente rintracciabili scelte di tipo redistributivo a favore dei clienti<sup>148</sup>. Molteplici sono anche le possibili strategie normative a protezione del *principal*: "a) previsioni che vincolano il comportamento dell'intermediario (agent

---

<sup>143</sup>Così ROSSI (2003), cit., p.16.

<sup>144</sup>BIANCHI, BIANCO, SARCINELLI (2007). Quest'ultimo fa un'importante e significativo paragone: "*La società civile rappresentata dal vicinato, dalla parrocchia o anche dalla scuola, se si rende conto che un padre trascura un figlio o la sua educazione ed è sufficientemente attenta, oltre che al benessere della comunità nel suo insieme, anche a quello dei singoli membri che la compongono, si attiverà per risolvere il caso*", cit., p. 61.

<sup>145</sup>RESTUCCIA (2002), pp. 3 ss.

<sup>146</sup>CROCKETT, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), pp. 15 ss.

<sup>147</sup>MEHRAN, STULZ (2007), pp. 35 ss.

<sup>148</sup>Sul punto si rinvia a PERRONE (2005), pp. 1012 ss.

*constraints) o disciplinano la formazione e lo scioglimento del rapporto con il cliente (affiliation terms), nonché b) disposizioni che intervengono in via preventiva contro possibili comportamenti opportunistici, ovvero ne sanzionano ex post il verificarsi mediante l'intervento di un'autorità giurisdizionale o amministrativa"*<sup>149</sup>.

---

<sup>149</sup>PERRONE (2007), cit., p.60.

## CAPITOLO SECONDO

### LA PREVENZIONE DELL'INSORGENZA DI SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSE

#### PREMESSA

La disciplina speciale del conflitto di interessi nella prestazione di servizi e attività di investimento mette al centro il problema della *policy* e quindi i profili organizzativi.

Il dovere dell'intermediario di organizzarsi in funzione della prevenzione di situazioni di conflitto di interessi esisteva anche prima della MIFID<sup>150</sup>.

In generale, misure di tipo preventivo si accompagnano a situazioni di pericolo (qual'è la situazione di conflitto di interessi) in cui “*la prevedibilità del danno è in re ipsa*”<sup>151</sup> e del resto, un simile dovere di organizzazione è imposto anche dalla disciplina della *governance* delle società di capitali. La direttiva MIFID ha incluso le misure di prevenzione dei conflitti di interesse tra i *requisiti di organizzazione* che ciascun intermediario deve obbligatoriamente possedere per essere autorizzato a svolgere le attività e i servizi di investimento.

Il superamento del previgente modello può trovare giustificazione partendo dal fatto che le regole di *disclosure*, come già abbiamo avuto modo di evidenziare, non rappresentano la giusta soluzione al problema delle asimmetrie informative. Al contrario, l'approccio organizzativo prescelto dalle nuove norme comunitarie adotta una strategia di tipo organizzativo che va al cuore del problema, tentando di rimuovere *tout court* i conflitti di interesse<sup>152</sup>.

Lo strumento principe di questa strategia organizzativa è rappresentato dalla separazione, la quale “*può essere giuridica quando concentra in società separate le attività che se gestite in modo promiscuo danno origine a conflitti di interessi e stabilisce, inoltre, appositi filtri e incompatibilità tra le società e i rispettivi operatori se esse appartengono allo stesso gruppo (...). Oggi, la separazione cui si fa ricorso più di frequente è quella organizzativa, cioè basata fondamentalmente*

---

<sup>150</sup> Nel regime previgente l'art. 21, comma 1, lett. c) disponeva che l'intermediario dovesse “*organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse*”.

<sup>151</sup> MAFFEIS (2008), cit., p.4.

<sup>152</sup> V. PERRONE (2007), pp. 75 ss. e SARCINELLI (2005), pp. 10 ss.. L'intermediario dovrà individuare soluzioni di tipo organizzativo idonee a individuare tali conflitti, in modo che non incorra in sanzioni di carattere amministrativo e penale, oltre alla possibilità di rischi reputazionali derivanti dalla mancata gestione del conflitto. Tale rischio potrebbe minare l'immagine dell'intermediario nel mercato, essere quindi causa di perdite.

su “muraglie cinesi” tra dipartimenti che se lasciati liberi di comunicare tra loro potrebbero creare conflitti di interessi tra l'intermediario e i suoi clienti<sup>153</sup>”.

La regolamentazione, all'art. 25, comma 4, elenca una serie di soluzioni organizzative che gli intermediari possono adottare, sempreché le abbiano giudicate necessarie o adatte.

Tali soluzioni sono rappresentate da:

1. messa in opera di procedure effettive per prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra personale impegnato in diverse attività;
2. separazione della supervisione sui dipendenti le cui attività sono prestate a favore di clienti i cui interessi possono confliggere, o che altrimenti rappresentano interessi diversi;
3. rimozione di ogni legame diretto tra le remunerazioni dei dipendenti impegnati in due attività potenzialmente fonti di conflitti;
4. predisposizione di strutture per prevenire o limitare l'esercizio di un'indebita influenza sulle modalità di svolgimento di un'attività da parte di un dipendente;
5. predisposizione di strutture per prevenire o controllare il coinvolgimento simultaneo o sequenziale di un dipendente in più servizi di investimento.

Tale catalogo di misure organizzative appare molto ampio, lasciando così poco spazio all'autoregolamentazione. Non è inoltre richiesta alcuna validazione da parte dell'Autorità, nel caso in cui le misure organizzative adottate rientrano tra quelle previste dalla disciplina. Viceversa, ai sensi dell'art. 25, comma 5, “*nel caso in cui le misure e procedure di cui al comma 4 non assicurino l'indipendenza richiesta, gli intermediari adottano le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine*”: queste, diversamente dalle precedenti, devono ricevere esplicita autorizzazione<sup>154</sup>.

## 1. I MODELLI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI

Si tratta ora di soffermarci sui modelli organizzativi adottati dai soggetti abilitati e dal riflesso che tali scelte possono comportare sulla generazione di conflitti di interesse e, viceversa, sulle implicazioni che i conflitti di interesse possono avere sull'organizzazione di tali soggetti.

La necessità degli intermediari di superare situazioni di conflitto di interesse porta a interventi che spesso incidono sulle procedure<sup>155</sup>, oppure sulla struttura, con la necessità di creare nuove unità (come ad esempio la funzione di *compliance*), di costituire funzioni autonome e separate quali il *risk management* e l'*internal audit*, di cedere alcune attività, o esternalizzarne altre. Molto spesso i

---

<sup>153</sup> SARCINELLI (2007), cit., p. 61-

<sup>154</sup> V. DEL GIUDICE (2006), p. 3.

<sup>155</sup> Ad esempio il trasferimento di informazioni tra il personale o il *record keeping*, v. ZUCCHELLI (2010).

conflitti di interesse si sono manifestati anche in seguito all'affermarsi di nuove attività o al crescere di alcune aree di *business*, come nel caso dell'*investment banking*<sup>156</sup>.

Come già abbiamo avuto modo di ricordare, "*tanto più ampia è la varietà delle attività svolte dallo stesso istituto – che è massima per definizione nella banca universale – tanto più elevata è la probabilità che insorgano fattispecie di conflitto*"<sup>157</sup>. Di conseguenza, maggiore è la specializzazione degli istituti finanziari, più rara è la nascita dei conflitti. L'elemento organizzativo è intimamente connesso al profilo della polifunzionalità degli intermediari, in quanto uno stesso intermediario può svolgere più servizi di investimento che potenzialmente sono confliggenti l'uno con l'altro<sup>158</sup>.

Secondo molti commentatori, gli intermediari dovrebbero organizzarsi come gruppo multispecialistico, ovvero un modello basato su una struttura che comprende segmenti di *business* specializzati su una specifica parte di clientela e su fabbriche di prodotto. In questo modo il cliente è assistito da specifiche società controllate per ogni tipo di operazione e/o servizio finanziario richiesti. Inoltre, ogni segmento o fabbrica di prodotto deve essere retto da distinti dirigenti posti ai massimi livelli gerarchici, i quali gestiscono le rispettive *business line* all'interno della banca e indirizzano, supportano e controllano i rispettivi segmenti di *business* o fabbriche di prodotto del gruppo. Parliamo quindi dell'ipotesi di specializzazione operativa e funzionale delle varie divisioni e della distinzione di assetti proprietari di ogni intermediario<sup>159</sup>. I nuclei distinti dell'organizzazione di gruppo, propria dell'intermediario, dovrebbero, a loro volta mirare, ognuno; alla massima efficienza e alla più alta redditività, in modo che le politiche di *pricing* risultino neutre avuto riguardo a un cliente dato; avrebbero distinte relazioni con ogni cliente, il quale, in ragione dei servizi richiesti, avrà un peso e/o un'importanza difforme rispetto alla singola controparte di gruppo; dovrebbero cercare di evitare il passaggio, tra l'una divisione e l'altra di gruppo, di informazioni inerenti a un cliente dato, anche per ridurre al minimo i casi di possibile utilizzo di notizie e di conoscenze privilegiate; dovrebbero rigorosamente applicare i dettami degli artt. 2497 c.c., per quanto attiene alle parti correlate di gruppo, in modo che il cliente dato sia giudicato ogni volta, anche indipendentemente da altre relazioni di conto e/o d'affari con il complessivo gruppo intermediario; dovrebbero idealmente erigere *chinese walls* tra le società del gruppo per garantire la massima riservatezza possibile dei dati, delle notizie e delle informazioni ottenute<sup>160</sup>.

---

<sup>156</sup> V. BANCA GENERALI, *Politica in materia di conflitti di interesse*, 2013.

<sup>157</sup> Cfr. SARCINELLI (2005), p. 21.

<sup>158</sup> Per esempio, un intermediario che presta il servizio di gestione di portafoglio su base individuale e, allo stesso tempo, opera come negoziatore in proprio, potrebbe avere un interesse a far acquistare al cliente i titoli dallo stesso detenuti per liquidare la propria posizione.

<sup>159</sup> V. BIANCHI, BIANCO, SARCINELLI (2007), p. 46.

<sup>160</sup> V. nt. 159.

## 1.1 LA GOVERNANCE DEGLI INTERMEDIARI

*"Efficaci assetti organizzativi e di governo societario costituiscono per tutte le imprese condizione essenziale per il perseguimento degli obiettivi aziendali"*<sup>161</sup>.

Alla base dell'attenzione per gli assetti organizzativi degli intermediari vi è l'assunto secondo il quale l'adozione di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale costituisce il miglior presidio da un lato degli obiettivi di vigilanza pubblicistica sull'impresa, dall'altro della correttezza dei comportamenti dell'impresa nei confronti dei soggetti che accedono ai, e usufruiscono dei, servizi da essa prestati.

Ci si preoccupa di rafforzare leggi, regole e principi, per evitare situazioni come Enron e Parmalat, nelle quali il sistema dei controlli non ha funzionato a sufficienza.

La riduzione dell'esposizione a conflitti di interesse passa attraverso la costituzione, il mantenimento ed il rispetto di un sistema di *corporate governance* "adeguato"<sup>162</sup>. Tale sistema si deve fondare su principi di trasparenza e di indipendenza dei controlli e della gestione. Per garantire trasparenza occorre adottare un sistema di *governance* con efficaci e trasparenti sistemi di divisione dei poteri e delle deleghe tra gli organi di gestione e di controllo.

Nella pratica, per esempio, le aree che possono essere istituite all'interno dei soggetti abilitati per prevenire le situazioni di conflitto di interesse sono:

1. il Comitato interaziendale per la gestione dei conflitti di interesse, ai fini di svolgere un ruolo di presidio del processo di gestione dei conflitti di interesse e di supporto alle Unità Organizzative che svolgono attività finalizzate alla gestione dei conflitti d'interesse;
2. Direzione Rischi Aziendali – Servizio *compliance*, i cui compiti attribuiti sono i seguenti:
  - gestione e manutenzione del modello di gestione dei conflitti;
  - valutazione delle modifiche di carattere normativo (*trigger events*) che potrebbero comportare;
  - l'aggiornamento della *policy* di gestione dei conflitti;
  - modifica/integrazione dei conflitti di interesse per i quali si ritiene opportuno fornire *disclosure* al cliente;
  - aggiornamento dei documenti informativi destinati alla clientela;
  - gestione e manutenzione dei parametri di rilevanza per l'individuazione degli azionisti rilevanti, delle partecipazioni rilevanti, dei finanziamenti rilevanti e dei fornitori strategici;
  - gestione delle richieste di maggiori dettagli;

---

<sup>161</sup> Disposizioni di vigilanza e di governo societario, cit., p.1.

<sup>162</sup> Cfr. DEL GIUDICE (2006) p. 4.

- monitoraggio delle attività di verifica periodica dei processi aziendali individuati per la gestione dei conflitti di interesse;
3. Direzione Organizzazione e Coordinamento Sistemi Informativi, ha un ruolo di:
    - a) supporto alla direzione aziendale nella definizione dell'assetto organizzativo e dei processi operativi rilevanti per la gestione dei conflitti di interesse;
    - b) garantire l'efficiente funzionamento delle procedure applicative e dei sistemi informatici a supporto dei processi organizzativi individuati per la gestione dei conflitti di interesse controllando se la pianificazione, l'attuazione e il loro aggiornamento da parte degli *outsourcer* informatici o di altri fornitori esterni;
  4. Direzione Rischi Aziendali – Servizio Normativa, atto alla
    - a) realizzazione e aggiornamento delle procedure organizzative aziendali rilevanti per la gestione dei conflitti di interesse;
    - b) redazione ed aggiornamento della normativa interna e delle procedure definite per la gestione dei conflitti di interesse;
  5. *Conflict Owner*: sono individuati nei Responsabili di Direzione e Servizio referenti per l'operatività in grado di generare un conflitto di interesse potenziale. Hanno il compito di:
    - a) individuare i conflitti di interesse; segnalare tempestivamente i conflitti non gestiti sulla base dei parametri di rilevanza definiti al fine di dare corso alle attività di presidio e mitigazione;
    - b) segnalare tempestivamente eventuali cambiamenti intervenuti nell'operatività individuando i conflitti eventualmente conseguenti;
    - c) proporre misure di gestione/mitigazione dei conflitti individuati;
    - d) fornire collaborazione al Servizio *compliance* per le attività di verifica di conformità delle misure di gestione atte a presidiare i conflitti di interesse;
  6. Unità a contatto con la clientela: si parla tipicamente di promotori finanziari, *relationship manager*, *contact center*... i quali sono responsabili di fornire l'informativa preventiva (*disclosure*) ai clienti nel caso di conflitti non pienamente gestiti<sup>163</sup>.

Passando alla disciplina riguardante le regole di organizzazione e la *governance* degli intermediari, e più in generale delle società, può essere utile iniziare dall'art. 13<sup>164</sup> della Direttiva MIFID di I

<sup>163</sup> Cfr. BANCA GENERALI, *Politica in materia di conflitti di interesse*, 2013.

<sup>164</sup> Ci interessa l'art. 13, paragrafi 1-4, direttiva MIFID, I livello: "1. *lo Stato membro d'origine prescrive che le imprese di investimento rispettino i requisiti di organizzazione di cui ai paragrafi da 2 a 8.* 2. *Le imprese di investimento applicano politiche e procedure sufficienti a garantire che l'impresa, ivi compresi i suoi dirigenti, i suoi dipendenti e gli agenti collegati adempiano agli obblighi che incombono loro in virtù delle disposizioni della presente direttiva nonché alle opportune regole per le operazioni personali di tali persone.* 3. *Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti*



livello (rubricato *Requisiti di organizzazione*), il quale impone alle imprese di investimento di dotarsi di disposizioni organizzative e amministrative efficaci per evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti. Tale norma fa inoltre riferimento al *principio di proporzionalità*, del quale ci occuperemo più avanti. Il considerando n. 3<sup>165</sup> della direttiva MIFID di II livello parla delle procedure che i soggetti abilitati allo svolgimento di attività e servizi di investimento devono obbligatoriamente avere in relazione al controllo di conformità, alla gestione del rischio, al trattamento dei reclami, alle operazioni personali e alla gestione dei conflitti di interesse. L'art. 5 della medesima direttiva riprende e approfondisce i temi dell'art. 13 della direttiva MIFID di I livello, elenca una serie di requisiti che le imprese di investimento devono soddisfare<sup>166</sup>, oltre a ribadire il *principio di proporzionalità* che le imprese di investimento devono seguire. Da una prima analisi della direttiva MIFID emerge quindi come regola fondamentale il *principio di proporzionalità*. Tale principio è inteso come scelta, da parte dei competenti organi dell'impresa, di soluzioni organizzative proporzionate alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati. È quindi lasciata autonomia agli intermediari nella scelta del modello organizzativo migliore. I costi delle operazioni possono indurre i diversi intermediari all'adozione di misure organizzative diverse<sup>167</sup>.

---

*all'articolo 18, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti. 4. Le imprese di investimento adottano misure ragionevoli per garantire la continuità e la regolarità nella prestazione di servizi e nell'esercizio di attività di investimento. A tal fine le imprese di investimento utilizzano sistemi, risorse e procedure appropriati e proporzionati.*

<sup>165</sup> Considerando n. 3, direttiva MIFID, II livello: "*E' necessario specificare in concreto i requisiti di organizzazione e le procedure per le imprese di investimento che prestano tali servizi o esercitano tali attività. In particolare occorre prevedere procedure rigorose in ambiti quali il controllo della conformità (compliance), la gestione del rischio, il trattamento dei reclami, le operazioni personali, l'esternalizzazione e l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse*".

<sup>166</sup> Art. 5, direttiva MIFID, I livello: "*Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di soddisfare i seguenti requisiti: a) istituire, applicare e mantenere procedure decisionali e una struttura organizzativa che specifichi in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità; b) assicurare che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità; c) istituire, applicare e mantenere idonei meccanismi di controllo interno concepiti per garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli dell'impresa di investimento; d) impiegare personale provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite; e) istituire, applicare e mantenere a tutti i livelli pertinenti dell'impresa di investimento un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni; f) conservare registrazioni adeguate e ordinate dell'attività dell'impresa e della sua organizzazione interna; g) assicurare che il fatto di affidare funzioni multiple ai propri soggetti rilevanti non impedisca e non sia tale da potere probabilmente impedire loro di svolgere in modo onesto, equo e professionale una qualsiasi di tali funzioni. Gli Stati membri assicurano che, a tali fini, le imprese di investimento tengano conto della natura, delle dimensioni e della complessità della loro attività, e della natura e della gamma dei servizi di investimento e delle attività di investimento che prestano o esercitano nel quadro delle loro attività.*

<sup>167</sup> V. MAFFEIS (2008) p. 585, il quale aggiunge che in un'ottica di risparmio l'intermediario può predisporre un sistema di gestione delle situazioni di conflitto incentrato sulla previsione di un vincolo e rendere per ciascuna operazione un'informazione al cliente. Per esempio, l'intermediario potrà ridurre i costi di organizzazione assumendo più dipendenti destinati a funzioni diverse per evitare cumuli di funzioni, quali verifica, controllo e *internal audit*.

Arrivando al TUF, ritroviamo nell'art. 6, comma 2 – bis le regole di organizzazione, le quali, a detta del Testo Unico, sono disciplinate con regolamento congiunto da Banca d'Italia e Consob. E' quindi in tale Regolamento Congiunto che troviamo le norme che ci interessano in questa parte, è inoltre doveroso fare riferimento alle *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo delle banche*<sup>168</sup> (nel prosieguo anche DV0308).

Facciamo però un passo indietro, cominciando l'analisi dall'art. 4, commi 1 e 2, del Regolamento Congiunto, denominato *Principi generali*<sup>169</sup>.

Con tale norma il legislatore ha voluto elencare gli obiettivi che gli intermediari devono perseguire nella prestazione dei servizi: la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale, la correttezza e la trasparenza dei comportamenti. Per arrivare a questi obiettivi gli intermediari devono dotarsi di un'organizzazione interna, applicando i già citati *principi di proporzionalità e di adeguatezza*<sup>170</sup>.

---

<sup>168</sup> Emanate da Banca d'Italia il 4 marzo 2008.

<sup>169</sup> Art. 4, Regolamento Congiunto: “1. Gli intermediari, secondo i principi, i criteri e i requisiti di cui al presente Regolamento, si dotano di un sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale e la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi.  
2. Gli intermediari applicano le disposizioni del presente Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta e alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati”.

<sup>170</sup> Inteso come idoneità delle soluzioni organizzative prescelte rispetto agli obiettivi generali di sana e prudente gestione, della tutela del cliente o dell'investitore, dell'integrità e stabilità dei mercati finanziari. L'adeguatezza degli assetti organizzativi interni costituisce contenuto di un obbligo (di cura diretta, di valutazione o di vigilanza) per gli organi della società, e canone a cui ancorare l'esercizio della vigilanza da parte delle autorità di settore e criterio di accertamento della conformità degli statuti alla sana e prudente gestione ai sensi dell'art. 56 TUB.

In Italia la sua introduzione risale alla legge n.1/1991. E' bene fare un breve commento sul concetto di adeguatezza: nella disciplina del codice civile, tale principio, come evocato nell'art. 2381 e nell'art. 2403 ha un ambito più ristretto, in quanto non riguarda gli assetti di governo della società, che sono il frutto di scelte operate dai soci. Ha invece riguardo alla struttura organizzativa che sta a valle con gli organi societari di vertice e che gli amministratori devono modellare al fine di assicurare che l'attività stessa venga esercitata nel modo più efficiente sotto il profilo della produttività e della riduzione al minimo dei rischi. Cfr. SCOGNAMIGLIO (2010). Secondo l'Autore il principio di adeguatezza ha la funzione di rafforzare i doveri di assistenza e di collaborazione dell'intermediario nei confronti dell'investitore, facendo divieto di effettuare o consigliare operazioni non adeguate al “profilo” dell'investitore.

Dalla lettura delle norme del codice civile si osserva osservare che nelle società per azioni vige l'obbligo, in capo ai titolari della funzione di gestione operativa, di curare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile alla natura e alle dimensioni dell'impresa (art. 2381, comma 5, c.c.); in capo agli amministratori non titolari di deleghe sussiste l'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2381, comma 3, c.c.); in capo al collegio sindacale (ovvero, nel sistema dualistico, in capo al consiglio di sorveglianza, e nel sistema monistico in capo al comitato di controllo sulla gestione) l'obbligo di vigilare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile ( art. 2403, c.c.). Detti obblighi costituiscono specificazioni del dovere di diligenza degli intermediari: la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, nella quale l'art. 2392 c.c. ravvisa l'obbligo fondamentale degli amministratori nei riguardi della società, si misura anche sulla capacità di curare e valutare l'idoneità delle soluzioni e dei modelli organizzativi adottati rispetto all'esercizio efficiente e redditizio dell'attività, tenuto conto delle dimensioni dell'impresa e della struttura aziendale di cui essa si avvale.

Nel settore degli intermediari finanziari il progressivo affermarsi del principio di adeguatezza degli assetti organizzativi è storicamente andato di pari passo con il passaggio da una vigilanza di tipo strutturale ad una vigilanza di natura prudenziale<sup>171</sup>, propensa a lasciare agli intermediari la facoltà di decidere modello di assetto organizzativo, purché sia assicurata l'adeguatezza del modello adottato in relazione al perseguimento degli obiettivi propri della vigilanza: la stabilità, la trasparenza e la sana e prudente gestione.

Dalla lettura del DV0308 emergono altri principi:

- la chiara distinzione dei ruoli e delle responsabilità (per evitare, per es., la creazione di strutture organizzative suscettibili di limitare o alterare o intralciare compiti e prerogative dei diversi organi);
- l'appropriato bilanciamento dei poteri (al fine di evitare concentrazione di potere suscettibili di impedire il funzionamento di una corretta dialettica interna all'assetto organizzativo attuato);
- l'equilibrata composizione degli organi;
- l'efficacia dei controlli;
- il presidio di tutti i rischi aziendali;
- l'adeguatezza dei flussi informativi.

L'art. 5 del Regolamento Congiunto ribadisce il dovere degli intermediari di dotarsi di un'organizzazione interna per arrivare alla sana e prudente gestione, al contenimento del rischio e alla stabilità patrimoniale. Mentre al comma 2 elenca le disposizioni, le procedure i sistemi che gli intermediari devono mantenere a tal fine. Il comma 3 obbliga gli intermediari a controllare e valutare l'adeguatezza e l'efficacia dei requisiti previsti dai precedenti commi adottando le misure adeguate per rimediare ad eventuali carenze.

## **2. CHINESE WALLS**

Il discorso può volgere ora all'individuazione delle misure organizzative previste per la prevenzione delle situazioni di conflitti di interesse, a partire dagli strumenti di controllo allo scambio di informazioni tra i soggetti che lavorano presso un soggetto abilitato. Già è stato detto che lo svolgimento congiunto di diverse attività finanziarie da parte del medesimo intermediario moltiplica

---

L'ambito di applicazione di tali norme comprende le banche e le s.p.a. anche non bancarie, aventi ad oggetto attività di intermediazione finanziaria e di prestazione di servizi di investimento.

<sup>171</sup> La vigilanza è andata dalla fase dell'incidenza diretta, da parte delle autorità di vigilanza, sugli assetti organizzativi degli intermediari, ad una fase in cui il controllo ha luogo in materia indiretta, richiedendo ai singoli soggetti requisiti e comportamenti, ritenuti idonei ad assicurare la loro stabile efficienza. Cfr. SCOGNAMIGLIO (2010), p. 137.

i potenziali conflitti di interessi<sup>172</sup>. La separazione organizzativa tra le diverse attività svolte dal medesimo soggetto è quindi uno degli strumenti tipicamente finalizzati a prevenire la comparsa di situazioni di conflitto di interesse. Tale modello di separazione è stato per la prima volta teorizzato nel 1989 da due ingegneri informatici, Brewer e Nash, che hanno individuato dei meccanismi di sicurezza che costituiscono la *Chinese Walls Policy*, finalizzati a prevenire conflitti di interesse che possono sorgere in ambito commerciale a seguito del passaggio di informazioni tra diverse aree aziendali. Nel mercato mobiliare l'idea della separazione tra diverse attività trova origine negli ordinamenti di *common law*, ed in particolare in quello statunitense, nel quale s'iniziò a parlare di meccanismi organizzativi di separazione interna a partire dagli anni sessanta del secolo scorso, in specifica relazione all'*insider trading*<sup>173</sup>. In quest'ambito si sviluppò l'idea che l'erezione di “*chinese walls*” fosse indispensabile al fine di ostacolare la circolazione delle informazioni e così assicurare una certa riservatezza nell'operatività dei vari settori<sup>174</sup>. Per una piena comprensione delle potenzialità e i limiti delle *chinese walls* è opportuno guardare all'ordinamento statunitense, che per primo le ha introdotte nel sistema finanziario<sup>175</sup>, nel corso di un procedimento amministrativo del SEC del 1968<sup>176</sup>. Ma in che cosa consiste questa separazione organizzativa? Si ha l'introduzione di un'apposita struttura indipendente per ciascuna attività soggetta a separazione ai fini di impedire la circolazione delle informazioni riservate tra i diversi dipartimenti<sup>177</sup>; al vertice della struttura viene posto un soggetto responsabile, autonomo rispetto agli altri settori e munito di poteri sufficienti per amministrare il servizio. Soltanto i membri del consiglio di amministrazione sono al di sopra delle barriere: tra di essi, infatti, il passaggio delle informazioni è libero affinché possa essere garantita

---

<sup>172</sup> Infatti, in passato, la banca universale era vista con grande sfiducia negli Stati Uniti dove soltanto con l'approvazione del Gramm – Leach – Biley Act del 1999 è stato consentito alle banche commerciali di affiliarsi alle società di intermediazione mobiliare e alle compagnie assicurative. Cfr. SARTORI (2004), pp. 211 ss.

Un esempio può essere quello di un intermediario, venuto a conoscenza in ragione della propria attività di un'informazione riservata rilevante per l'andamento dei titoli emessi da un proprio cliente, il qual si trova nella difficile situazione di dovere, da un lato, rispettare l'obbligo di riservatezza verso quest'ultimo e, dall'altro lato, usare la massima diligenza verso coloro che, per esempio, richiedono un servizio di consulenza per l'investimento in quei titoli, ovvero si sono affidati all'intermediario per la gestione patrimoniale.

<sup>173</sup> V. MONDINI (2007) pp. 357 ss.

<sup>174</sup> Il modello è stato di seguito mutuato dall'ordinamento inglese: infatti, le muraglie cinesi assumono un ruolo determinante nella disciplina del Financial Services Act del 1986. In questo sistema hanno giocato un ruolo importante come misura di prevenzione dei conflitti di interessi, allo scopo di garantire la neutralità dell'intermediario.

<sup>175</sup> Cfr. SARTORI (2004) p. 322.

<sup>176</sup> Nel caso descritto la banca d'affari Meryl Lynch, venuta a conoscenza di informazioni riservate relative alla società Douglas Aircraft, consigliò ai propri clienti di liquidare la posizione titoli relativa alla società, arrecando un danno ingente alla stessa. La Commissione optò per una transazione, subordinata all'obbligo di predisporre da parte delle intermediarie procedure per evitare la fuoriuscita di informazioni riservate da un dipartimento all'altro. V. SARTORI (2004), p. 322.

<sup>177</sup> Ad esempio, si può vietare alla medesima struttura di svolgere contemporaneamente attività lato *corporate* e lato *market*

l'efficienza e l'unitarietà dell'amministrazione<sup>178</sup>. Le aree di riservatezza devono essere però tarate in modo che i confini non risultino né troppo stretti – altrimenti potrebbe essere ostacolato il lavoro di gruppo e lo scambio di esperienze e l'organizzazione potrebbe divenire eccessivamente gravosa e costosa – né troppo ampi – perché altrimenti potrebbe sorgere un numero troppo alto di conflitti di interesse all'interno delle *chinese walls*: con la conseguenza che questi, a loro volta, dovrebbero essere limitati da ulteriori *chinese walls* secondarie e integrative<sup>179</sup>. Non è però un sistema di separatezza solamente a livello organizzativo, ma anche sotto il profilo logistico ed operativo. Sotto il primo profilo comporta la separazione fisica delle strutture che operano su lati opposti della muraglia. Le informazioni riservate non possono lasciare l'area di riservatezza, a meno che l'interessamento di terzi sia necessario per l'esecuzione dell'ordine e la riservatezza rimanga garantita (c.d. principio del “*need to know*”)<sup>180</sup>. Le *chinese walls* devono quindi essere affiancate da regole speciali che consentano il c.d. “*wall crossing*”<sup>181</sup>: in questo caso solitamente si ricorre alle tecniche della *disclosure* e del consenso preventivo autorizzato.

Il contatto tra le strutture/persone che operano su lati opposti della muraglia è consentito solo nei casi espressamente disciplinati secondo rigide procedure standardizzate, sotto la supervisione del Servizio *Compliance*<sup>182</sup>. Le informazioni e la documentazione relativa a ciascuna delle attività in conflitto non è resa disponibile alle risorse preposte ad altre attività<sup>183</sup>.

Le tecniche più comunemente usate sono:

- a) separazione fisica dei dipartimenti e procedure di accesso ristretto a uffici, archivi, documenti e computer, dove sono discussi e registrati progetti sensibili;
- b) limitazioni e controlli per i dipendenti relativi al compimento di operazioni di acquisto e vendita di titoli<sup>184</sup>;
- c) isolamento del dipartimento di *investment banking* mediante l'imposizione di un divieto assoluto di comunicazione con altri dipartimenti;
- d) divieto per gli addetti al *research department* di anticipare i risultati degli studi, non ancora pubblicati, ai colleghi del *trading department* sulla tenuta delle barriere informative;

<sup>178</sup> Sul punto, v. ENRIQUES (1996), p. 651.

<sup>179</sup> V. BELTRAMI (2007), p. 171.

<sup>180</sup> V. DEUTSCHE BANK, l'accesso a informazioni confidenziali è limitato a coloro che necessitano di tali informazioni, coerentemente con il legittimo interesse di un cliente o dell'intermediario; BELTRAMI (2007), p. 172.

<sup>181</sup> BELTRAMI (2007), p. 172.

<sup>182</sup> Cfr. INTESA SAN PAOLO, *Estratto del modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse*.

<sup>183</sup> Cfr. BANCA GENERALI, *Politica in materia di conflitti di interesse*, 2013.

<sup>184</sup> Per esempio, obbligo di comunicare le operazioni effettuate o di mantenere i titoli in portafoglio per un periodo non inferiore a 30 giorni.

- e) programmi di sensibilizzazione dei dipendenti al rispetto dei vincoli sul trattamento delle informazioni confidenziali.

Tuttavia, le *chinese walls* si sono rivelate uno strumento sostanzialmente inadeguato a risolvere la problematica dei conflitti di interessi degli intermediari polifunzionali giacché non si concretizzano nella realtà in dispositivi di effettiva divisione dei servizi offerti dall'intermediario<sup>185</sup>, e, quindi, le probabilità che in seno ad un intermediario polifunzionale si verifichino “infiltrazioni”, e sorgano così delle occasioni di sfruttamento dei conflitti di interesse, rimangono considerevoli<sup>186</sup>. Diversi studi empirici hanno dimostrato che tali barriere non sono in grado di prevenire il *leak* di informazioni confidenziali da un comparto all'altro, mentre, in secondo luogo, esse prevengono il flusso tra i diversi comparti delle sole informazioni riservate e non hanno invece alcun impatto sui conflitti di interessi concernenti situazioni di dominio pubblico<sup>187</sup>. Le *chinese walls* potrebbero anche ritorcersi contro lo stesso investitore laddove l'ottemperanza alle misure ad esse relative fosse invocata dall'intermediario a dimostrazione della propria “buona fede”<sup>188</sup> e della propria *compliance*<sup>189</sup>.

Inoltre, se mal gestite, possono sortire effetti contrari alle aspettative: la mancata circolazione di informazioni causata da una non corretta applicazione della separatezza organizzativa tra strutture operative<sup>190</sup> potrebbe a sua volta determinare l'omessa rilevazione dell'esistenza dei conflitti.

---

<sup>185</sup> V. SARTORI (2001), pp. 607 ss., SARTORI (2004), pp. 221 ss., ANNUNZIATA (2004), pp. 117 ss., MONDINI (2007), pp. 412 ss.

<sup>186</sup> V. DI CASTRI (2004), pp. 477 ss.; da alcuni è stato invece sostenuto che il meccanismo delle *chinese walls* rimanga un sistema valido di gestione dei conflitti, mentre la *glasnot* interna possa comportare un rafforzamento dei poteri stessi, così MAIMERI (2010), pp. 49 ss.

<sup>187</sup> V. SARTORI (2004), p. 196.

<sup>188</sup> Cfr. ANNUNZIATA (2004), il quale afferma che “*se il ruolo dei chinese walls è effettivamente centrale nel panorama delle regole di condotta, è altresì evidente che la mera predisposizione dei meccanismi di separazione non si appalesa sufficiente a garantire il rispetto delle regole di condotta*”, cit., p. 217.

<sup>189</sup> Circa l'attitudine delle muraglie cinesi a liberare da responsabilità l'intermediario in ipotesi che altrimenti costituirebbero una violazione della normativa sul conflitto di interessi, v. ENRIQUES (1996). L'autore rileva come il problema sia in sostanza quello della prova dell'avvenuto funzionamento delle barriere informative, ossia del fatto che la notizia tale da rendere l'intermediario interessato al compimento di una data operazione non era conosciuta dal soggetto che aveva dato disposizione di eseguire detta operazione. Enriques conclude nel senso che “*che, quando sia dimostrato il corretto funzionamento delle muraglie cinesi, lo stato di conoscenza rilevante sarà quello dell'agente che abbia posto in essere l'operazione: non avrà alcun peso invece l'eventuale conoscenza delle notizie riservate da parte dei rappresentanti legali dell'ente e, a maggior ragione, da parte degli altri agenti dell'intermediario*”. Continua il citato Autore, affermando che “*tale soluzione sembra da privilegiare anche in forza di una considerazione ulteriore rispetto a quanto osservato in precedenza sulla ratio anche difensiva delle muraglie cinesi: com'è stato autorevolmente sostenuto, l'ordinamento giuridico dovrebbe tendere a porsi in posizione neutrale rispetto alla scelta organizzativa degli operatori tra banca universale e gruppo plurifunzionale*”. Cit., p. 680 ss.

<sup>190</sup> Determinata, ad esempio, dall'imposizione di una barriera con altezza inadeguata. L'introduzione delle *chinese walls*, inoltre, deve essere accompagnata dalla definizione di procedure di attraversamento della stessa, da utilizzarsi in casi eccezionali, previa autorizzazione di una funzione responsabile, che si occuperà anche dei necessari monitoraggi (normalmente la *compliance*).

Con il Regolamento n. 11522/98 all'art. 56, comma 3, la Consob impose agli intermediari di innalzare barriere interaziendali per separare l'attività dei diversi dipartimenti. Tale modello era già previsto da anni nell'ordinamento statunitense ed era previsto a livello europeo dal documento CESR<sup>191</sup>. Al contrario di ciò che accadeva nel regime previgente, nell'attuale regolamentazione, ai sensi dell'art. 25 del Regolamento Congiunto attualmente in vigore, l'esigenza di introdurre le barriere informative diventa meramente eventuale. Come precisa il CESR<sup>192</sup> la predisposizione di una separazione organizzativa non è più obbligatoria giacché in linea teorica vi sono altri mezzi per impedire il sorgere di conflitti di interessi<sup>193</sup>. L'introduzione di barriere informative ha così cessato di essere obbligatoria, anche se, nella pratica, tutti i soggetti abilitati le usano. La soluzione descritta fino ad adesso è definibile “statica”: le situazioni conflittuali evitate attraverso una soluzione di separazione definitiva. Ma questa di certo non basta, va infatti integrata con misure di prevenzione e controllo dinamico delle fattispecie di conflitto, quali *watch e restricted list* che consentono il monitoraggio continuo sulle operazioni e sui dipendenti. Il governo di queste liste è posto in capo alla funzione *compliance*. Grazie a queste misure integrative si ha un controllo sia statico che dinamico sulle situazioni conflittuali, in modo da poterle tenere sotto controllo da qualsiasi punto di vista. Queste soluzioni “dinamiche” sono quindi fondamentali per le imprese.

## 2.1 WATCH LIST

Le *watch list* sono utilizzate per gestire l'elenco degli emittenti di strumenti finanziari quotati, relativamente ai quali l'intermediario sia in possesso di informazioni confidenziali. Sugli strumenti facenti parte del suddetto elenco l'intermediario attribuisce ad una propria struttura il compito di monitorare temporaneamente l'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento<sup>194</sup>. Poiché sugli strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati potrebbe verificarsi una facile negoziazione da parte dei dipendenti venuti a conoscenza, nello svolgimento della loro attività, di notizie riservate, è opportuno che la *watch list* sia gestita in modo integrato con l'*insider list*<sup>195</sup>.

---

<sup>191</sup> “The investment firm must establish an internal independence policy, including Chinese walls as appropriate”.

<sup>192</sup> CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/CE on Markets in Financial Instruments, 1st Set of Mandates, Second Consultation Paper, novembre 2004.

<sup>193</sup> L'utilizzo di strumenti alternativi dovrà essere tuttavia supportato da un'adeguata spiegazione, v. ZITIELLO (2007), pp. 235 ss..

<sup>194</sup> Cfr. Codice di Autodisciplina ABI.

<sup>195</sup> Il registro delle persone che, in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni indicate all'art. 114, comma 1 (ossia “privilegiate”).

## 2.2 RESTRICTED LIST

Le *restricted list*, invece, riportano l'elenco di emittenti di strumenti finanziari quotati per i quali l'intermediario pone dei limiti (parziali o totali) all'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento<sup>196</sup>. Con esse sono introdotti blocchi totali e/o parziali anche all'attività di quei dipendenti i quali, posti in ruoli “a rischio” (dediti alla negoziazione per conto proprio o per conto terzi, alla gestione di patrimoni mobiliari, attivi nella ricerca e consulenza finanziaria) potrebbero avvantaggiarsi delle informazioni e delle evidenze in loro possesso.

## 2.3 VIGILANZA SEPARATA DEI SOGGETTI RILEVANTI

I soggetti coinvolti nelle attività in conflitto di interesse sono sottoposti gerarchicamente e riferiscono della propria attività a responsabili d'area distinti, ferma la responsabilità ultima del vertice del soggetto abilitato. In relazione, per esempio, ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, si potrebbe prevedere la vigilanza separata tra addetti alla consulenza e addetti alla concessione di prestiti e consulenza alle imprese<sup>197</sup>.

## 2.4 CONTRO LE INFLUENZE INDEBITE

Gli intermediari, solitamente prevedono un divieto generale per tutti i soggetti rilevanti di esercitare un'influenza indebita, ovvero di uniformare la propria attività sulla base di indebite interferenze da parte di un soggetto portatore di un interesse in conflitto. Ogni soggetto rilevante che ritenga di aver subito un'influenza indebita nello svolgimento delle attività assegnate può effettuare un'apposita segnalazione alla funzione di *compliance*. Per raggiungere quest'obiettivo, una strategia utilizzata è quella di imporre ai soggetti preposti alla consulenza una selezione di investimenti da consigliare esclusivamente in base alle analisi messe a loro disposizione; un'altra strategia potrebbe essere quella di vietare l'emanazione di direttive o linee guida sugli investimenti da consigliare ai clienti da parte dei vertici aziendali<sup>198</sup>.

## 2.5 GESTIONE DELLE RETRIBUZIONI

Le politiche di remunerazione vogliono presidiare i rischi derivanti dalla sussistenza di potenziali o effettivi conflitti di interesse per amministratori, sindaci e dipendenti, individuando modalità retributive che non si pongono in contrasto con l'esigenza di tutela della clientela. Si può prevedere

---

<sup>196</sup> Cfr. Codice di Autodisciplina ABI.

<sup>197</sup> V. ASSOSIM (2008).

<sup>198</sup> V. ASSOSIM (2008).



di eliminare qualunque connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti che svolgono le attività in conflitto, ferma la possibilità di bonus legati, oltre che alla *performance* specifica del settore di attività in cui il soggetto opera, alla *performance* complessiva dell'intermediario<sup>199</sup>.

## 2.6 GESTIONE DEL PERSONALE

Soluzioni volte ad impedire o controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto pertinente e servizi distinti, qualora ciò possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse. Al fine di presidiare l'accesso ad operatività non previste, per ciascun dipendente, è prevista un'abilitazione informatica circoscritta all'incarico assegnato.

L'ASSOSIM<sup>200</sup> ha costruito una tabella, dove sono riportati due esempi di conflitti di interesse, di diversa intensità: uno in cui il rischio di danno per il cliente è più grave, uno in cui il rischio è moderato. Le situazioni di conflitto di interessi descritte sono in relazione ai servizi di gestione di portafogli e di ricezione e trasmissione di ordini.

In relazione a ciascuna ipotesi di conflitto, sono riportate, a puro titolo indicativo, le misure di organizzazione che potrebbero essere adottate, rispettivamente, da un intermediario di dimensioni ridotte e da un intermediario di maggiori dimensioni<sup>201</sup>.

Le misure che ciascun tipo di intermediario può adottare sono ulteriormente suddivise, a puro titolo esemplificativo, tra misure minime, cioè quelle che con tutta probabilità sarà lecito pretendere che siano adottate dall'intermediario, e misure aggiuntive, che non è certo che siano esigibili, e sulla cui adozione l'intermediario dovrebbe pertanto avere una maggiore discrezionalità.

---

<sup>199</sup> V. ASSOSIM (2008), una possibile strategia può riguardare, in relazione ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, la retribuzione degli addetti alla consulenza potrebbe essere resa indipendente dalla performance di altri servizi o attività in conflitto e in particolare del servizio di negoziazione per conto proprio.

<sup>200</sup> V. Associazione Italiana Intermediari Mobiliari, (2008), pp. 13 ss.

<sup>201</sup> La descrizione di queste soluzioni sono quelle appena descritte nel paragrafo.

Conflitto di interessi	Rischio di danno per il cliente	Misure di gestione	
		Intermediari di dimensioni ridotte	Intermediari di maggiori dimensioni
		Misure minime (da considerarsi ragionevoli per il tipo di intermediario)	
Gestione di portafogli: L'intermediario può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a valere sui portafogli gestiti, in strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da Società Affiliate, ovvero che l'intermediario o Società Affiliate negoziano per conto proprio, ovvero emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate hanno concesso prestiti o forniscono servizi di consulenza alle imprese, ovvero l'intermediario può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a valere sui portafogli gestiti, in quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate.	Alto	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <u>Vigilanza separata</u> (tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese)<sup>2</sup></li><li>▪ <u>Misure atte a impedire o limitare influenze indebite</u> (addetti alle gestioni tenuti a selezionare gli investimenti relativi ai portafogli gestiti basandosi esclusivamente sulle analisi degli strumenti finanziari e degli emittenti, messe a loro disposizione. È fatto divieto, per i superiori e gli organi di vertice, emanare, in qualsiasi forma, indicazioni, linee guida o direttive, volte a indirizzare l'attività degli addetti alle gestioni verso qualunque determinato tipo di strumento finanziario o</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <u>No partecipazione simultanea</u> (a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti e consulenza alle imprese)</li><li>▪ <u>Chinese Walls</u> (separazione tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li><li>▪ <u>Vigilanza separata</u> (tra addetti a gestione portafogli / collocamento / servizi finanziari / consulenza alle imprese)</li><li>▪ <u>Misure atte a impedire o limitare influenze indebite</u> (addetti alle gestioni tenuti a selezionare gli investimenti relativi ai portafogli gestiti basandosi esclusivamente sulle analisi degli strumenti finanziari e degli emittenti, messe a loro</li></ul>
		<p>emittente, in particolare per quanto riguarda gli strumenti emessi da Società Affiliate o le quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ <u>Retribuzioni indipendenti</u> (in particolare, retribuzione degli addetti alla gestione indipendente da performance di altri servizi o attività in conflitto: collocamento / negoziazione per conto proprio / concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li></ul>	<p>disposizione. È fatto divieto, per i superiori e gli organi di vertice, emanare, in qualsiasi forma, indicazioni, linee guida o direttive, volte a indirizzare l'attività degli addetti alle gestioni verso qualunque determinato tipo di strumento finanziario o emittente, in particolare per quanto riguarda gli strumenti emessi da Società Affiliate o le quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ <u>Retribuzioni indipendenti</u> (in particolare, retribuzione degli addetti alla gestione indipendente da performance di altri servizi o attività in conflitto: collocamento / negoziazione per conto proprio / concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li></ul>
		Misure aggiuntive (potrebbero non essere esigibili)	

		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>No partecipazione simultanea</u> (a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti e consulenza alle imprese)</li> <li>▪ <u>Chinese Walls</u> (separazione tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li> <li>▪ <u>Restricted list e watch list</u> (relativamente a strumenti emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate prestano servizi finanziari o forniscono servizi di consulenza alle imprese, e rispetto ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali) (vedi paragrafo 2.1, lettera B)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>Restricted list e watch list</u> (relativamente a strumenti emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate prestano servizi finanziari o forniscono servizi di consulenza alle imprese, e rispetto ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali) (vedi paragrafo 2.1, lettera B)</li> </ul>
<b>Misure minime (da considerarsi ragionevoli per il tipo di intermediario)</b>			
<b>Ricezione e trasmissione ordini:</b> L'intermediario può ricevere e trasmettere ordini relativi a strumenti finanziari emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate concedono prestiti o forniscono servizi di consulenza alle imprese (in materia di capitale, di strategia industriale e di questioni	Moderato	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Misure atte a impedire o limitare influenze indebite (commissioni per la ricezione e trasmissione ordini non ingiustificatamente diversificate a seconda che gli strumenti oggetto dell'ordine del cliente siano emessi dalle Società Affiliate o siano quote</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Misure atte a impedire o limitare influenze indebite (commissioni per la ricezione e trasmissione ordini non ingiustificatamente diversificate a seconda che gli strumenti oggetto dell'ordine del cliente siano emessi dalle Società Affiliate o siano quote di fondi</li> </ul>
connesse, di concentrazioni e acquisto di imprese), ovvero l'intermediario può ricevere e trasmettere ordini relativi a quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate		di fondi comuni gestiti da Società Affiliate, ovvero siano strumenti emessi da società terze, non appartenenti al gruppo o quote di fondi comuni gestiti da società terze)	comuni gestiti da Società Affiliate, ovvero siano strumenti emessi da società terze, non appartenenti al gruppo o quote di fondi comuni gestiti da società terze)
<b>Misure aggiuntive (potrebbero non essere esigibili)</b>			
		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Retribuzioni indipendenti (in particolare, retribuzione degli addetti alla ricezione e trasmissione ordini indipendente da <i>performance</i> di altri servizi o attività in conflitto: concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No partecipazione simultanea (a ricezione e trasmissione ordini / concessione prestiti e consulenza alle imprese)</li> <li>▪ <u>Chinese Walls</u> (separazione tra addetti a ricezione e trasmissione ordini / concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li> <li>▪ Retribuzioni indipendenti (in particolare, retribuzione degli addetti alla ricezione e trasmissione ordini indipendente da <i>performance</i> di altri servizi o attività in conflitto: concessione prestiti / consulenza alle imprese)</li> </ul>

Figura 1

### 3. LA FUNZIONE DI COMPLIANCE<sup>202</sup>

Già si è detto<sup>203</sup> che la presenza di situazioni di conflitti di interesse può comportare, nei soggetti abilitati, la necessità di creare nuove unità. In questa prospettiva è nata la funzione di *compliance*. “*Compliance starts at the top*”<sup>204</sup>. Da questa breve ma significativa affermazione si capisce l'importanza che ha questa funzione all'interno delle società. Tale funzione ha l'obiettivo di fare osservare all'azienda la legge per non incorrere in pubblicità negativa e in danni reputazionali<sup>205</sup>. Inoltre, “*il rispetto delle norme e la correttezza negli affari costituiscono elementi fondamentali nello svolgimento dell'attività bancaria e finanziaria*”<sup>206</sup>.

Tale funzione ha il compito di verificare che “*le procedure interne siano coerenti con l'obiettivo di prevenire la violazione di norme di etero regolamentazione (leggi e regolamenti) e autoregolamentazione (codici di condotta, codici etici)*”<sup>207</sup> al fine di evitare rischi di “*incorrere in sanzioni, perdite finanziarie o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme legislative, regolamentari o di autoregolamentazione*”<sup>208</sup>. Si è riconosciuto che le norme maggiormente sensibili ad un rischio di non conformità sono quelle che riguardano l'esercizio dell'attività di intermediazione, la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza nei confronti del cliente e la disciplina posta a tutela del consumatore<sup>209</sup>. La sua nascita risale all'ottobre del 2003, durante il quale il Comitato di Basilea ha emanato un documento consultivo, “*Compliance and the Compliance Function in Banks*”, il quale ha introdotto nel Sistema dei Controlli Interni delle banche un nuovo ruolo, quello della funzione di *compliance*<sup>210</sup>.

<sup>202</sup> Le fonti normative di tale funzione provengono da: Bank of International Settlements, “*The compliance function in banks*”, ottobre 2003; Bank of International Settlements, “*Compliance and the compliance function in banks*”, aprile 2005; Banca d'Italia, “*La funzione di conformità (compliance)*”, Disposizioni di Vigilanza, 10 luglio 2007; Regolamento Banca d'Italia – Consob ai sensi dell'art. 6, comma 2 – bis del TUF, 29 ottobre 2007.

<sup>203</sup> V. Capitolo 2, paragrafo 2.

<sup>204</sup> “*La Compliance deve iniziare dal vertice aziendale*”, Basel Committee on Banking Supervision, 2005, p.7.

<sup>205</sup> V. SASSI (2007), secondo cui “*la mancata attuazione delle politiche può rappresentare da un lato una violazione della normativa che comporta l'emissione di sanzioni amministrative in capo ai soggetti responsabili, dall'altro potrebbe incidere profondamente sulla reputazione dell'intermediario e quindi sull'azione commerciale poiché una lesione all'immagine potrebbe avere conseguenze sul potere contrattuale e sul rapporto di fiducia col cliente, sulla risoluzione di contenziosi, sul livello di prestazioni*”, cit., p.182.

<sup>206</sup> Banca d'Italia, “*Disposizioni di Vigilanza – La funzione di conformità (Compliance)*” 12 luglio 2007, cit., p.1.

<sup>207</sup> Definizione del c.d. “*rischio di non conformità alle norme*”, Banca d'Italia, “*Disposizioni di Vigilanza – La funzione di conformità (Compliance)*”, 12 luglio 2007, cit., p.4.

<sup>208</sup> Banca d'Italia, “*Relazione al Parlamento e al Governo*”, giugno 2007, cit., p.66; v. ESMA.

<sup>209</sup> Banca d'Italia, 2007, p.2.

<sup>210</sup> Essa veniva così definita dal comitato: “*An independent function that identifies, assesses, advises on, monitors and reports on the Bank's Compliance risk, that is, the risk of legal or regulatory sanctions, financial loss, or loss to reputation a bank may suffer as a result of its failure to comply with all applicable laws, regulations, codes of conduct and standards of good practice* (

L'esigenza di istituire in azienda tale funzione nasce dalle riflessioni condotte a livello internazionale, anche a fronte di scandali e fallimenti, specie in campo finanziario, che hanno evidenziato l'esigenza di rafforzare i presidi organizzativi, volti ad assicurare la piena osservanza delle normative riguardanti l'attività svolta. La funzione di *compliance* è obbligatoria per tutti i soggetti abilitati alla prestazione di servizi e di attività di investimento. Tale funzione, in materia di intermediazione finanziaria, in Italia trova espresso riconoscimento nell'art. 6, comma 2 – bis, TUF, che impone a Banca d'Italia e a Consob di disciplinare congiuntamente mediante regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, ivi compreso il controllo di conformità alle norme. In ottemperanza alla citata disposizione del TUF il Regolamento Congiunto dedica in generale il capo III, rubricato “Funzioni aziendali di controllo”, e in particolare l'art. 16 al controllo di conformità.

I modelli organizzativi della *compliance* devono essere proporzionati alle dimensioni, alla complessità e alla propensione al rischio dei singoli operatori, cui spetta il compito di individuare le formule organizzative ed operative che, nel rispetto dei requisiti minimali indicati dalle norme, valorizzino le sinergie tra organi, funzioni e strutture di controllo, eliminando inutili sovrapposizioni<sup>211</sup>. E' quindi rimessa alla discrezionalità degli intermediari il modello organizzativo da adottare, seguendo sempre il fondamentale *principio di proporzionalità*. Non esiste, infatti, un modello di *compliance* ideale e universalmente valido. Sono stati però indicati dei principi guida da seguire. Solitamente i modelli organizzativi sono suddivisi tra<sup>212</sup>:

- a) modello accentrato: in questo caso la funzione *compliance* è autonoma e quindi dotata di risorse adeguate, per numero e professionalità, per controllare le attività di ciascuna *business*

---

*together laws, rules and standard*)”. In tale documento s’identificava quindi il rischio di non Compliance nel rischio di sanzioni legali o regolamentari, di perdite finanziarie rilevanti, o di una perdita di reputazione nelle quali l’intermediario può incorrere per la sua incapacità di essere conforme alle legge, alle normative secondarie, alle regole, agli standard aziendali e ai codici di condotta. V. PREVIATI – SCHWARZER (2010), pp. 467 ss., CICCACCI – COLA (2010), pp. 873 ss.. Successivamente anche la Direttiva MIFID ha prescritto alle imprese di investimento di “istituire e mantenere una funzione di verifica dell’adempimento permanente, efficace e indipendente” e di “nominare un responsabile per la funzione di controllo della conformità al quale spetta presentare le relazioni in materia di conformità”. La normativa ne definisce anche i compiti e le responsabilità, che consistono, tra l’altro, nel “controllare e valutare regolarmente l’adeguatezza e l’efficacia delle misure e delle procedure messe in atto [...]” e dispone l’obbligo per l’intermediario di dotare la Funzione “dell’autorità, delle risorse e delle competenze necessarie” e di darle “adeguato accesso alle informazioni pertinenti” per garantirle di espletare i suoi compiti ( cfr. dir. 06/73/CE). In Italia l’obbligo di istituire la Funzione di Compliance è stata introdotto dalla Banca d’Italia, con le Istruzioni di Vigilanza, prima per le SGR e quindi nel luglio 2007 per le banche. Con riferimento a quest’ultime, le nuove disposizioni prevedono una funzione caratterizzata da “un ruolo di rilievo nella creazione di valore aziendale, attraverso il rafforzamento e la preservazione del buon nome della banca e della fiducia del pubblico nella sua correttezza operativa e gestionale”.

<sup>211</sup> Cfr. SCHWIZER – STEFANELLI (2011), pp. 479 ss..

<sup>212</sup> Cfr. FRIGERIO (2010), pp. 81 ss..

*units*. Ha come svantaggio quello di essere un modello molto oneroso, quindi adatto per intermediari di grandi dimensioni o gruppi finanziari;

- b) modello decentrato: in questo caso la responsabilità della funzione *compliance* è posta in capo al *Compliance Officer* che coordina e controlla le attività di conformità alle leggi, ai regolamenti e agli *standard*. Tale soggetto può comunque avvalersi della collaborazione delle altre funzioni facenti parte del sistema dei controlli interni. E' un modello facilmente applicabile agli intermediari di piccole dimensioni;
- c) modello misto.

Sotto il profilo organizzativo la funzione si struttura secondo<sup>213</sup>:

- a) una chiara e formalizzata individuazione e distinzione di ruoli e responsabilità ai fini della gestione del rischio di *compliance*;
- b) l'istituzione di un'apposita funzione incaricata della gestione del rischio;
- c) la nomina di un responsabile della conformità alle norme all'interno degli intermediari;
- d) la redazione e formalizzazione di un documento interno concernente la funzione di conformità che indichi responsabilità, compiti, modalità operative, flussi informativi, programmazione e risultati dell'attività svolta dalla funzione.

Da un punto di vista operativo gli adempimenti principali che, secondo Banca d'Italia, riguardano la funzione sono:

- a) l'identificazione nel continuo delle norme applicabili e la valutazione del loro impatto su processi e procedure aziendali<sup>214</sup>;
- b) la proposta ai vertici aziendali di modifiche organizzative e procedurali finalizzata ad assicurare adeguato presidio dei rischi di non conformità identificati;
- c) la predisposizione di flussi informativi diretti agli organi aziendali e alle strutture coinvolte;
- d) la verifica dell'efficacia degli adeguamenti organizzativi suggeriti per la prevenzione del rischio di conformità<sup>215</sup>.

Le Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia e il Regolamento Congiunto definiscono in modo chiaro la collocazione della funzione nel sistema dei controlli interni, ponendola nell'ambito dei controlli di secondo livello sullo stesso piano del *risk management*.

---

<sup>213</sup> Banca d'Italia, "*Disposizioni di Vigilanza – La funzione di conformità (compliance)*", p.4.

<sup>214</sup> Novità recente è l'attribuzione alla funzione di *compliance* della verifica di conformità dell'attività aziendale alle normative di natura fiscale per evitare di incorrere in violazioni o elusioni di tale normativa ovvero in situazioni di abuso del diritto. V. Position Paper in risposta alla procedura di consultazione della Banca d'Italia "*Sistema dei controlli interni, sistema informativo e continuità operativa*", novembre 2012.

<sup>215</sup> Banca d'Italia, 2007, p.4.

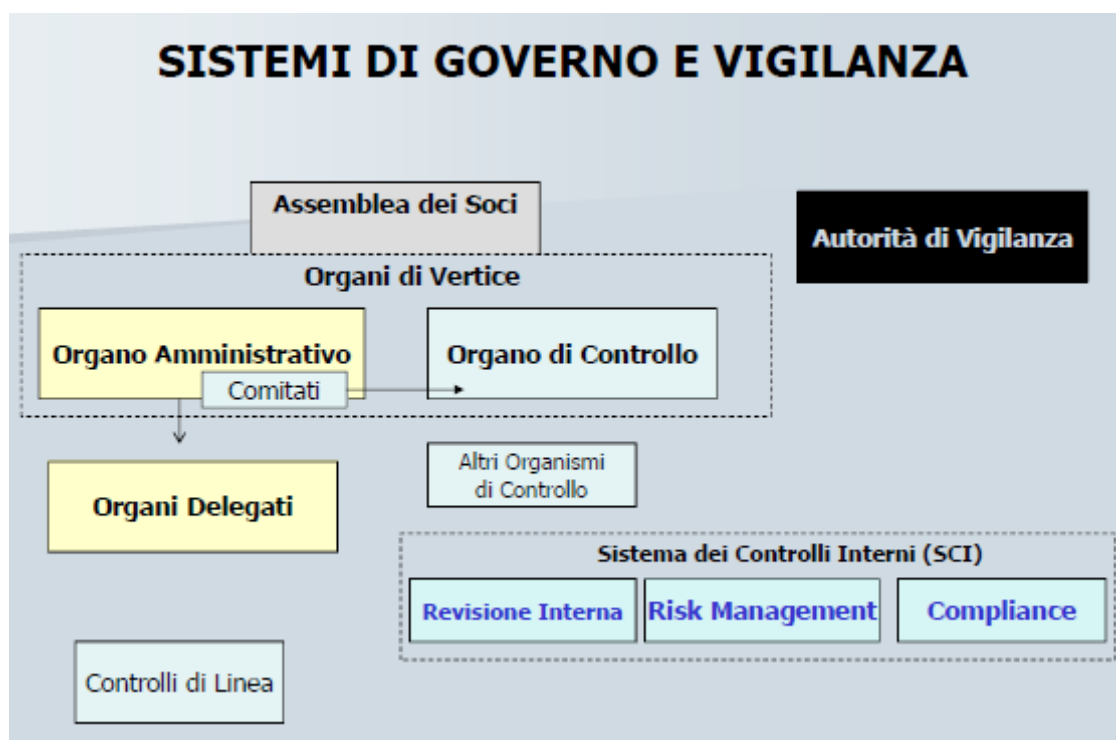


Figura 2, Fonte: Università degli Studi di Milano, Bicocca, Bank Management, Governance e sistema dei controlli.

Questa funzione svolge un' importante azione di verifica e di prevenzione che si concretizza in un intervento volto a identificare, gestire e monitorare gli eventuali rischi di non conformità e a informare gli organi amministrativi della banca o dell'impresa di investimento<sup>216</sup>.

Tale funzione verifica se sono presenti disallineamenti tra le normative/sistemi di regole esterni e quelli che l'organizzazione aziendale ha adottato; l'azione preventiva invece ha la finalità di sollecitare le funzioni preposte a normare i processi interni, ad assumere le iniziative e ad applicare i correttivi ritenuti necessari dalla funzione di *compliance*.

L'intervento di questa funzione è quindi essenziale nel governo dei rischi di conflitto, infatti ha “un ruolo di rilievo nella prevenzione e gestione dei conflitti” e nel “governo di un processo trasversale di gestione del rischio volto a far sì che le procedure interne siano coerenti con la necessità di prevenire la violazione di norme di etere e autoregolamentazione”<sup>217</sup>. La *compliance* ha inoltre creato importanti strategie con le altre strutture ad essi preposte, si pensi all'*audit*, con la quale condivide le stesse metodologie di intervento (tecniche di *control* e *risk assessment*)<sup>218</sup>. Altre importanti sinergie possono derivare dall'azione preventiva della *compliance*: il confronto

<sup>216</sup> Cfr. AICOM (Associazione Italiana Compliance), *Linee Guida per la Funzione di Compliance*, Principio 8: “La Funzione governa un processo trasversale che consta di presidi organizzativi e operativi atti ad evitare disallineamenti con l'insieme delle regole esterne ed interne. Il processo, opportunamente formalizzato, può riguardare la sola capogruppo/più aziende del gruppo/l'intero gruppo di riferimento”.

<sup>217</sup> Cfr. intervento del dott. Claudio Clemente di Banca d'Italia, 2° Convegno Compliance, Roma, 28 giugno 2006.

<sup>218</sup> V. SASSI (2007), pp. 660 ss.

continuativo con i Comitati di Controllo Interno e l'Organismo di Vigilanza ex d.lgs. 231, con il *top management*, con il *risk management*, con l'Organizzazione e le aree di *business*. L'intervento preventivo della *compliance* si sviluppa anche tramite piani formativi ad hoc e il suo costante coinvolgimento nel processo di produzione delle informazioni rivolte al pubblico. Con questi piani la *compliance* vuole diffondere i principi etico/deontologici promossi dall'azienda, garantendo la presa di coscienza dei dipendenti sui rischi di *compliance* e sulle conseguenze rinvenienti dalla mancata attuazione di comportamenti conformi alla normativa e permette l'acquisizione di competenze tecniche e di specifiche conoscenze sulle modalità di svolgimento dei processi<sup>219</sup>. Il presidio attuato dalla funzione sulle informazioni destinate al pubblico garantisce il mantenimento di adeguati requisiti reputazionali per l'intermediario e quindi la salvaguardia del rapporto fiduciario con l'investitore.

In tema di conflitti di interesse, che è quello che più ci interessa, la *compliance* concorre all'individuazione delle soluzioni organizzative volte alla rimozione e alla gestione del rischio. Un processo tipico di gestione del conflitto si sviluppa secondo questo schema di intervento:

- a) identificazione delle potenziali situazioni di conflitto di interesse nel momento in cui sorgono,
- b) valutazione del conflitto e del livello di gravità implicita,
- c) adozione di vincoli, limitazioni operative e di procedure che ne assicurano il rispetto oltre che di forme di *disclosure*, in accordo con le strutture operative,
- d) sviluppo di un adeguato piano di formazione.

Le sue responsabilità, sempre in materia di conflitti di interesse, riguardano<sup>220</sup>:

- a) l'informativa ai soggetti rilevanti;
- b) la raccolta delle segnalazioni di potenziali conflitti, provenienti dai responsabili delle *business units*;
- c) la gestione del registro dei conflitti di interessi<sup>221</sup>;
- d) l'informativa al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale in merito ai nuovi conflitti identificati e la proposta di opportune misure di gestione<sup>222</sup>;

---

<sup>219</sup> Sull'argomento le *Disposizioni di Vigilanza* di Banca d'Italia sottolineano l'importanza del ruolo della *compliance* in tema di “*collaborazione nell'attività di formazione del personale sulle disposizioni applicabili alle attività svolte al fine di diffondere una cultura aziendale improntata ai principi di onestà, correttezza e rispetto dello spirito e della letteratura della norma*”.

<sup>220</sup> Cfr. BANCA GENERALI, *Politica in materia di conflitti di interesse*, 2013.

<sup>221</sup> E' infatti affidato alla funzione di *compliance* il compito di istituire ed aggiornare in modo regolare un registro nel quale sono riportate, annotando i tipi di servizio di investimento o accessori o di attività di investimento realizzati, le situazioni nelle quali sia sorto, o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti.

<sup>222</sup> Nei casi ritenuti opportuni, la funzione comunica all'Amministratore delegato la necessità di istituire o modificare le misure



- e) competenza per quanto riguarda la gestione di eventuali richieste rinvenienti dalla clientela relative a maggiori informazioni in materia di gestione dei conflitti di interesse.

La funzione di *compliance* deve quindi essere coinvolta nella prevenzione e nella gestione dei conflitti di interesse sia tra le diverse attività svolte dagli intermediari, sia con riferimento ai dipendenti e agli esponenti aziendali; deve fornire consulenza e assistenza per l'individuazione delle violazioni delle misure e procedure contenute nelle politiche di gestione dei conflitti di interesse e comunicare le proprie valutazioni al Consiglio di Amministrazione, affinché questo adotti le misure ritenute necessarie.

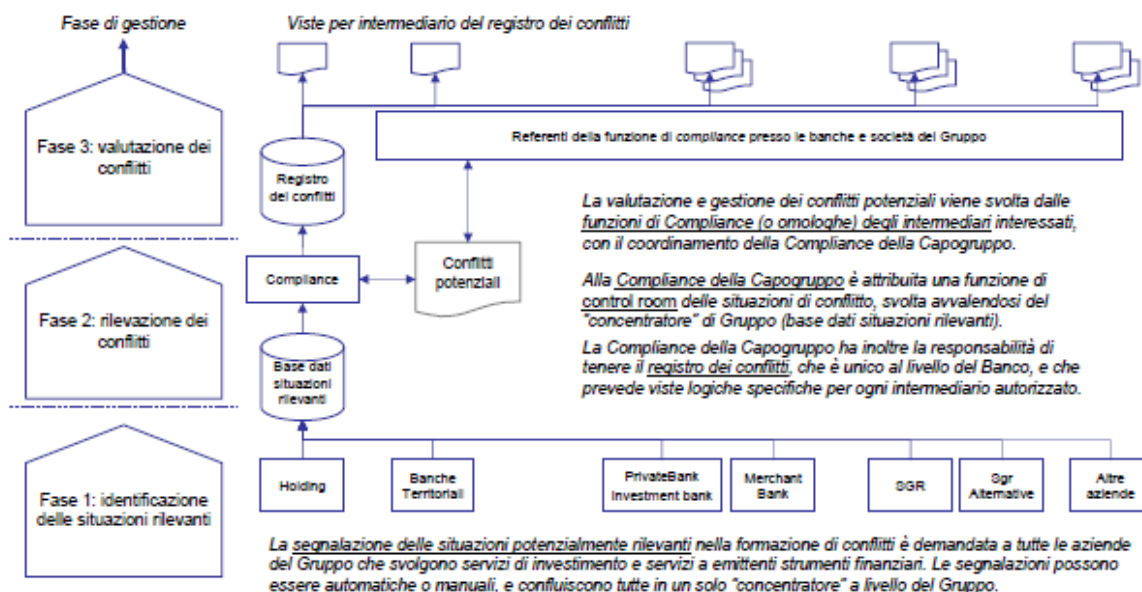


Figura 3, Fonte: Banco Popolare, Compliance in Banks 2010.

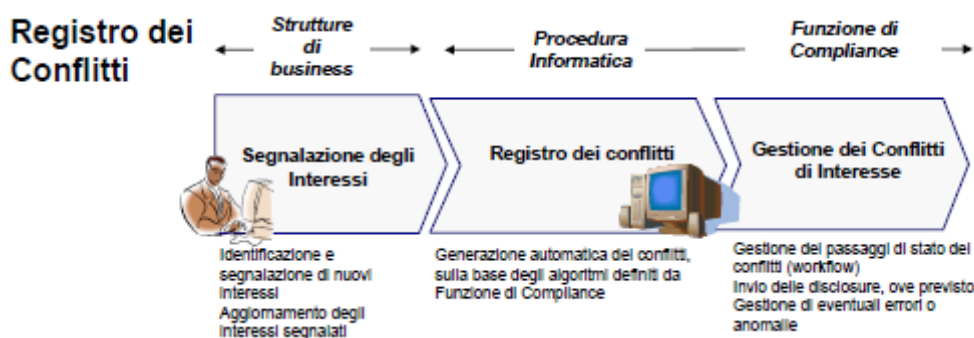


Figura 4, Fonte: Banco Popolare, Compliance in Banks 2010.

Infine, la funzione di *compliance* non opera da sola nell'organizzazione delle limitazioni ai conflitti di interesse; in particolare, essa sfrutta le sinergie che si vengono a creare con la funzione di *internal audit*<sup>223</sup>. Oltre a questa collaborazione, la *compliance* sfrutta anche i rapporti che

adottate dall'intermediario a fronte di significative modifiche rispetto a quanto previamente definito; di tali misure urgenti, l'Amministratore delegato, in collaborazione con la funzione *compliance*, fornirà apposita comunicazione al Consiglio di Amministrazione nel corso della prima riunione utile.

<sup>223</sup> Le differenze tra le due funzioni non sono irrilevanti. La *compliance* svolge un controllo sulla conformità *ex ante*; mentre

intercorrono con i Comitati di Controllo Interno, l'Organo di Vigilanza, con il *top management* e con l'Organizzazione delle aree *business*.

#### 4. L'AUTOREGOLAMENTAZIONE<sup>224</sup>

E' ora il momento di parlare dei conflitti di interesse nell'ambito dei componenti degli Organi aziendali l'alta Dirigenza, i dipendenti e i collaboratori dei soggetti abilitati alla prestazione di attività e di servizi di investimento.

L'obiettivo di evitare che le decisioni dei clienti fossero influenzate dai comportamenti scorretti di quei soggetti ( amministratori, sindaci, dipendenti, collaboratori esterni...) che prediligono il conseguimento di interessi contrastanti con quelli della clientela ha spinto le società ad elaborare codici di comportamento e regole deontologiche attraverso documenti in cui spicca la volontà di garantire la trasparenza delle attività e dei servizi di investimento, garantendo al cliente la tutela dell'integrità, imparzialità, indipendenza, correttezza, competenza, professionalità, onestà e diligenza dei funzionari, nonché vietando le operazioni nel caso di interessi personali che conducano al possibile conflitto. Il codice di Autodisciplina predisposto dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI) vieta agli esponenti aziendali e ai dipendenti l'utilizzo di informazioni confidenziali per svolgere operazioni personali, anche se esse non fossero viziate dal conflitto di interessi; in particolare il dipendente, qualora *“ritenga di trovarsi in conflitto di interessi, ne' dà notizia ai propri responsabili i quali valutano l'opportunità di sollevare il dipendente dallo specifico incarico”*<sup>225</sup>.

Il personale dipendente e i collaboratori dei soggetti abilitati devono, in linea con quanto previsto nel Codice Etico, evitare tutte le situazioni o le attività in cui si possa manifestare un conflitto con gli interessi del cliente o dell'intermediario o che possano interferire, con la capacità di assumere, in modo imparziale, le decisioni nel migliore interesse del cliente o dell'intermediario. Tali soggetti sono, infatti, tenuti ad evitare gli eventuali conflitti tra le attività economiche, personali e familiari e le mansioni che ricoprono all'interno della struttura e a comunicare immediatamente al proprio superiore il conflitto manifestatosi.

---

l'*Internal Audit* monitora *ex post* e svolge un controllo più in generale, anche sull'attività di *compliance*. La collaborazione tra le due funzioni è essenziale in quanto rendono possibile lo svilupparsi di piani di azione complementari, sebbene tale rapporto possa essere viziato da conflitti di interesse a sua volta; a causa di ciò, la formalizzazione del mandato sancisce l'indipendenza e l'autonomia della funzione di *compliance* rispetto all'organo di *Internal Audit* e rispetto alle altre strutture operative.

<sup>224</sup> Le fonti di questo paragrafo provengono da: Gruppo Banca Popolare di Bari (2012); ABI, *Codice di autodisciplina dell'Associazione Bancaria Italiana*; ASCOSIM, *Codice Etico*; BANCA D'ITALIA, *Codice etico per il personale della Banca d'Italia*; MONTE DEI PASCHI DI SIENA, *Codice etico del gruppo MPS*; UNICREDIT, *Modello di Organizzazione e di Gestione 231/2001*; BANCA MEDIOLANUM, *Codice etico*.

<sup>225</sup> ABI, Art. 1.2, Codice di autodisciplina dell'Associazione Bancaria Italiana.

Spetta pertanto a ciascun soggetto portatore di interessi in conflitto con quelli dell'intermediario e/o del cliente darne tempestiva comunicazione al superiore gerarchico, astenendosi dal porre in essere l'operazione in conflitto e/o qualsiasi condotta riconducibile alla stessa. I singoli addetti, siano essi dipendenti o collaboratori impegnati in attività potenzialmente generatrici di interessi confliggenti con quelli del cliente o dell'intermediario, devono segnalare per iscritto (a mezzo posta elettronica, posta interna, fax), senza indugio, l'esistenza di tale conflitto al soggetto gerarchicamente sovraordinato, che provvederà ad investire della questione il Direttore Generale e il servizio *compliance*. La mancata dichiarazione e/o attenzione comportano l'eventuale attivazione di procedimenti sanzionatori interni, secondo quanto previsto dalla normativa interna aziendale, nonché, quando ce ne siano i presupposti, l'esposizione ad azione di risarcimento del danno cagionato all'azienda o al cliente. La segnalazione, effettuata per iscritto, deve avere ad oggetto:

- a) la descrizione dell'operazione;
- b) i motivi per cui si ritiene che l'operazione possa essere in conflitto con l'intermediario o gli interessi della clientela;
- c) la veste in cui si opera;
- d) qualsiasi altra informazione utile ai fini dell'esame delle operazioni.

Una volta effettuata detta segnalazione, sia coloro che effettuano la segnalazione sia i destinatari della stessa devono astenersi dal divulgare, tramite mezzi di informazione, notizie, voci, informazioni riguardanti la suddetta segnalazione.

Solitamente, spetta al Direttore Generale, in collaborazione con la funzione *compliance*, esprimere un parere sulla situazione di conflitto. La *compliance* valuta il profilo del rischio connesso alle eventuali operazioni in conflitto.

Possono quindi verificarsi due casistiche:

1. caso di pareri concordanti tra il Direttore Generale e la funzione *compliance*;
2. Caso di pareri discordanti tra il Direttore Generale e la funzione *compliance*.

L'iter di segnalazione può essere rappresentato come segue:

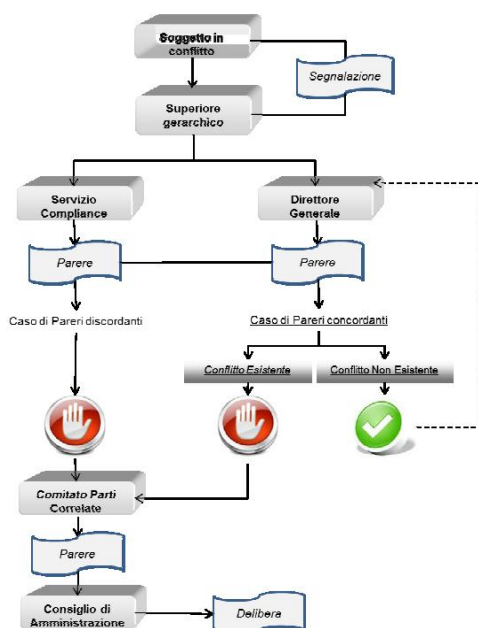


Figura 5, Fonte: Gruppo Banca Popolare di Bari, Regole generali di comportamento per la gestione dei conflitti di interesse, 2012.

## 5. DISCIPLINA DEGLI INDUCEMENTS

“Per *inducements* si intende ogni tipo di competenza, commissione o prestazione non monetaria versata o percepita da un intermediario finanziario in connessione con la prestazione ad un cliente di un servizio di investimento o di un servizio accessorio o anche di una loro combinazione”<sup>226</sup>.

In particolare, il potenziale conflitto s’identifica nel momento in cui la commissione è fornita da una persona diversa dal cliente, la quale potrebbe spingere l’intermediario, con la promessa dell’incentivo, a negoziare, collocare o solo raccomandare un determinato servizio, a prescindere

<sup>226</sup> FORTUNATO (2009), cit., p. 137. Il CESR, in documenti prodotti nel corso di questi anni, ha definito gli *inducements* come “any monies, goods or services (other than the normal commissions and fees for the service) received by an investment firm or any of its member of the board, directors, partners, employees and tied agents in relation to business for a customer with or through another person, whether on a prepaid, continuous or retrospective basis”.

Secondo il Considerando 32 “piccoli doni o manifestazioni di ospitalità per importi inferiori ad un determinato livello specificato nella politica di gestione dei conflitti di interesse seguita dall’impresa e menzionato nella descrizione sintetica di tale politica messa a disposizione dei clienti non devono essere considerati incentivi ai fini delle disposizioni relative alla ricerca in materia di investimenti”. Secondo il Considerando 39 “ai fini delle disposizioni della presente Direttiva riguardanti gli incentivi, la ricezione da parte dell’impresa di investimento di una commissione in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte dalla ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente”. Secondo infine il Considerando 40 “la presente Direttiva consente alle imprese di investimento di fornire o ricevere taluni incentivi solo a determinate condizioni e purché essi siano resi noti al cliente, o siano dati al/dal cliente o a/da una persona per conto del cliente”.

dall'interesse del cliente. Fino al recepimento della direttiva MIFID in Italia non esisteva una vera e propria disciplina degli *inducements*. Il tema era comunemente ricondotto alla figura del conflitto di interessi. Successivamente tale disciplina ha trovato spazio nella direttiva MiFID di II livello, all'art. 21, comma 1, lett. c)<sup>227</sup> ed e)<sup>228</sup>. Dall'analisi delle fonti normative emerge però un problema di ambiguità: la disciplina degli *inducements* è attratta, da un lato, dalle norme sul conflitto di interessi e dall'altro, dalle regole di comportamento dell'intermediario nel rapporto con il cliente nella prestazione di attività e servizi di investimento. Infatti, con riferimento alla disciplina dei conflitti di interesse, l'art. 21, par.1, lett. e), della Direttiva MiFID di II livello, individua tra le situazioni di conflitto di interesse potenzialmente pregiudizievoli per il cliente, la circostanza in cui l'intermediario *“riceve o riceverà da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio”*. Con riferimento invece alla disciplina sulle *“regole generali di comportamento”*, l'art. 26 della Direttiva di II livello, attuando quanto previsto dall'art. 19, par.1, della Direttiva di I livello, stabilisce che le imprese di investimento, nella prestazione di servizi di investimento, non agiscono in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti, se, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versano o percepiscono competenze e commissioni oppure forniscono o ricevono prestazioni non monetarie ad eccezione dei casi previsti alla lettere a), b) e c) dello stesso articolo 26<sup>229</sup>.

Nelle norme italiane attuali tale disciplina, in tema di servizi e attività di investimento, trova le proprie fonti nell'art.6, comma 2; art.6, comma 2, lett. b), n. 5; art. 6, comma 2 – bis, lett. n), TUF; artt. 15 e 36, Regolamento Congiunto; art. 52 Regolamento Intermediari n. 16190/2007.

La disciplina comunitaria guarda agli incentivi con forte sospetto<sup>230</sup>, con la conseguenza che la regola di base è che gli incentivi sono vietati, salvo che rientrino in una delle eccezioni previste, le quali saranno analizzate a breve.

---

<sup>227</sup> Art.21, paragrafo 1, lett. c) [*“Gli Stati membri assicurano che, come criterio minimo per determinare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere al momento della fornitura di servizi di investimento e accessori o di una combinazione di essi e la cui esistenza può danneggiare gli interessi di un cliente, le imprese di investimento considerino se l'impresa di investimento, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con l'impresa si trovi in una delle seguenti situazioni, sia a seguito della prestazione di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento, sia per altra ragione: l'impresa o tale soggetto hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato”*].

<sup>228</sup> Art.21, paragrafo 1, lett. e): *“l'impresa o tale soggetto ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio”*.

<sup>229</sup> Cfr. MARIANI (2007), pp. 123 ss.

<sup>230</sup> V. ANNUNZIATA (2012), pp. 245 ss.

L'art. 24 del Regolamento Congiunto individua una situazione di potenziale conflitto d'interessi nel fatto che l'intermediario *“riceva o possa ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio”* (lett.e). Tale situazione si caratterizza:

- a) per la presenza di un terzo, diverso dal cliente, che versa o s'impegna a versare all'intermediario o a soggetto rilevante o a soggetto vincolato un incentivo;
- b) per la natura dell'incentivo che esula dalle commissioni o dalle competenze normalmente (cioè, secondo criteri di mercato) fatturate per la prestazione del servizio reso al cliente.

S'identifica un potenziale conflitto di interesse fra l'interesse del cliente e l'interesse dell'intermediario, che obbliga l'impresa all'adozione delle misure idonee a gestire il rischio di ledere gli interessi del cliente al successivo momento della prestazione del servizio, poiché l'intermediario potrebbe essere indotto a negoziare, collocare o comunque raccomandare un determinato servizio su cui si riflette l'incentivo promesso dal terzo piuttosto che quello più appropriato e adeguato all'interesse del cliente. In tal senso l'art. 15, comma 2, lett. c) del Regolamento Congiunto afferma che gli intermediari *“adottano, applicano e mantengono procedure di controllo di conformità e di linea che garantiscano il rispetto di tutti i livelli dell'intermediario, delle disposizioni adottate per la prestazione dei servizi, ivi comprese le disposizioni relative alle corresponsione e alla percezione di incentivi”*.

L'art. 52 del Regolamento Intermediari detta la disciplina specifica degli incentivi. In sintesi, la norma, al comma 1, vieta agli intermediari di *“versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie”* durante la prestazione di un servizio di investimento o accessorio. L'articolo continua, al medesimo comma 1, elencando le eccezioni a tale divieto: a) quando i compensi, le commissioni o le prestazioni non monetarie sono *“pagati o forniti a o da un cliente o da chi agisca per conto di questi”*<sup>231</sup>; b) quando i compensi, le commissioni o le prestazioni non monetarie sono *“pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi”*, se però sono soddisfatte ulteriori condizioni: b1) al cliente deve essere chiaramente comunicata *“l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni”*, se l'importo non può però essere determinato la comunicazione deve comprendere il metodo di calcolo utilizzato<sup>232</sup>; b2) il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie devono essere fatti con il fine di *“ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento*

---

<sup>231</sup> Tale previsione sembra individuare un c.d. *safe harbour principle*: il pagamento o la fornitura di tali competenza o commissioni o prestazioni non monetarie effettuato o ricevuto a/da un cliente ovvero a/da un terzo per conto del cliente, non costituiscono comportamenti disonesti, iniqui e non professionali. Cfr. MARIANI (2007), p. 401.

<sup>232</sup> Queste comunicazioni devono essere fatte in modo completo, accurato e comprensibile.

da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente<sup>233</sup> ". Infine, la lett. c) afferma che i compensi devono essere adeguati e necessari per la prestazione del servizio<sup>234</sup>. Quest'ultimi compensi, per loro natura, non entrano in conflitto con il "*dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*"<sup>235</sup> ". In sintesi, si tratta quindi di una disciplina che presuppone la prestazione di un servizio di investimento o accessorio in favore del cliente, il quale va tutelato. Tale relazione è quella che abbiamo già ampiamente descritto nel paragrafo relativo all'*agency theory*. E' quindi evidente che il pagamento di qualsiasi forma di compenso che provenga direttamente dal cliente o che sia consapevolmente effettuato per suo conto non è altro che il corrispettivo della prestazione del servizio, il quale non può essere eliminato o subire limitazioni<sup>236</sup>. Questo anche nel caso di compensi non "*standard*", fanno comunque parte della libera negoziazione del compenso, la quale è rimessa all'autonomia delle parti. L'altra eccezione riguarda il pagamento di "adeguati compensi" anche da parte di un terzo, anche questa pratica è ammissibile quando riguardi la remunerazione di altri servizi che rendono possibile o che sono necessari per la prestazione del servizio reso al cliente (es. il pagamento di costi di custodia degli strumenti finanziari negoziati o distribuiti, le commissioni di regolazione e di cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali). In entrambi i casi deve comunque sussistere il requisito dell'agire nel miglior interesse del cliente<sup>237</sup>.

La seconda eccezione è però subordinata a tre condizioni:

1. alla previa informativa al cliente sull'esistenza, natura e importo dell'incentivo versato a o ricevuto dal terzo. Tale informazione non deve essere generica, in quanto deve mettere il cliente nelle condizioni di adottare una decisione informata;
2. alla circostanza che l'incentivo sia diretto ad accrescere la qualità del servizio reso al cliente;
3. alla circostanza che ciò non ostacoli l'adempimento del dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente.

<sup>233</sup> E' il caso di maggiore impatto per l'industria finanziaria in quanto, perché possano essere pagati o ricevuti incentivi, occorre che 1) sia fatta *disclosure* al cliente prima della prestazione del servizio e che 2) il pagamento di tali incentivi sia volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e 3) consenta comunque all'intermediario di servire al meglio gli interessi del cliente. Cfr. MARIANI (2007), p. 402.

<sup>234</sup> La norma riporta come esempio i costi di custodia, le commissioni di Regolamento e di cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali.

<sup>235</sup> Sono le c.d. *propor fece*. In pratica, si richiede che tali competenze: siano adeguate, servano per rendere possibile la prestazione del servizio ovvero siano necessarie; per loro natura non siano tali da entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale. Cfr. MARIANI (2007), p. 402.

<sup>236</sup> Le Sezioni Unite, con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, hanno precisato che l'interesse in conflitto "*non potrebbe in nessun caso identificarsi con quello alla percezione del compenso per l'opera prestata dall'intermediario, che è fisiologicamente presente in qualsiasi operazione di intermediazione finanziaria non gratuita*".

<sup>237</sup> Cfr. FORTUNATO (2009), pp. 136 ss.

L'incentivo che non si conformi anche ad una sola di queste condizioni è vietato. Le condizioni vanno valutate *a priori*, quindi al momento in cui è definito l'accordo fra l'intermediario e il terzo e non al momento dell'effettivo pagamento o ricezione dell'incentivo.

Taluni hanno espresso l'opinione che tale disciplina possa presentare profili di dubbia legittimità, in quanto va ad incidere sulla libera iniziativa di mercato, e sui meccanismi di formazione dei prezzi: l'opinione non appare condivisibile in quanto la disciplina non pone limiti alla remunerazione degli intermediari, ma vuole semplicemente evitare che il modo di remunerazione di volta in volta adottato sia non trasparente e possa deviare l'intermediario dall'obiettivo di agire nel miglior interesse del cliente<sup>238</sup>.

Collegando la disciplina degli *inducements* al conflitto di interessi si può affermare che l'interesse dell'intermediario al compenso non è mai in conflitto di interesse con l'interesse del cliente. Tale principio è ravvisabile all'art. 52, il quale ravvisa una situazione di conflitto quando gli *inducements* non accrescono la qualità del servizio reso al cliente e quando l'intermediario non segua il fondamentale obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti. Inoltre, una situazione di conflitto di interessi sussiste se il compenso è corrisposto da un terzo, per il motivo che l'intermediario possa essere interessato a percepirlo da esso, alle condizioni con questo pattuite nei *soft commission agreements*. Il compenso ricevuto può incidere sull'azione dell'intermediario e, ove incida, può determinare un risultato contrario all'interesse del cliente<sup>239</sup>. Se la situazione di conflitto di interessi è ritenuta sussistente l'intermediario deve comunicare al cliente l'esistenza e la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni.

In conclusione, la presenza di *inducements* connessi alla prestazione di servizi o attività di investimento o accessorie è una potenziale fonte di conflitti di interesse, in quanto può compromettere l'obbligo da parte dell'intermediario di mantenere una condotta equa e professionale nei confronti della clientela<sup>240</sup>.

*“Le norme sugli inducements, quindi, si aggiungono a quelle sui conflitti di interessi. Pertanto, non adempie agli obblighi previsti dalla normativa in materia di inducement l'intermediario che faccia affidamento solo sulla politica di gestione dei conflitti di interessi. Le norme sui conflitti di interessi e quelle sugli inducements, pertanto, sono da ritenersi complementari e non alternative e/o sostitutive”*<sup>241</sup>.

---

<sup>238</sup> V. ANNUNZIATA (2012), p. 137.

<sup>239</sup> V. SARTORI (2008), pp. 245 ss.

<sup>240</sup> Nel servizio di gestione di portafogli, ad esempio, la selezione di controparti contrattuali con cui, in relazione al predetto servizio, esistono accordi per versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie comporta un conflitto di interesse in quanto la scelta delle controparti potrebbe avvenire in funzione dell'esistenza dei predetti accordi e non in base all'effettiva convenienza per il cliente.

<sup>241</sup> SUDTIROL BANK (2012), cit., p.3.



## 6. REGOLE DI COMPORTAMENTO DEGLI INTERMEDIARI

L'argomento di questo paragrafo è molto d'attualità in quanto le regole di condotta degli intermediari finanziari hanno un legame molto forte con i più importanti scandali finanziari degli ultimi anni<sup>242</sup>. Questo perché in molte occasioni è successo che gli intermediari hanno venduto prodotti finanziari di emittenti in crisi senza informare gli investitori sui rischi a cui andavano incontro.<sup>243</sup>

L'attuale disciplina dei conflitti di interesse si muove, come già succedeva in passato, su due piani di regole: di organizzazione dell'intermediario e di rapporto tra intermediario e cliente<sup>244</sup>. Abbiamo già trattato delle regole di organizzazione che gli intermediari devono adottare, è quindi giunto il momento di parlare delle regole di comportamento<sup>245</sup> in presenza di situazioni di conflitto di interessi e quindi del rapporto tra intermediario e cliente. La regola fondamentale che gli intermediari devono seguire nella prestazione di servizi e di attività di investimento è quella della *best execution*<sup>246</sup>. Tale regola impone agli intermediari, nell'esecuzione di ordini dei clienti, di ottenere le migliori condizioni possibili. Quest'obbligo consiste nell'elaborazione di una procedura che identifichi, in forma scritta, la strategia di esecuzione degli ordini.

L'attuale impianto normativo delle regole in esame, si snoda intorno a clausole generali e a criteri specifici di condotta, graduati in base alla tipologia del cliente e alla natura del servizio<sup>247</sup>. Sono fissati obblighi fondamentali a carico dell'impresa di investimento, su un duplice piano di criteri generali, di diligenza, correttezza e trasparenza, e di criteri particolari, di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione e norme sull'esecuzione dei contratti alle condizioni migliori.

---

<sup>242</sup> I risparmiatori acquistano strumenti finanziari tramite banche, quindi se l'investimento va male i clienti, in molti casi, si rifanno con gli intermediari che gliel'hanno venduto.

<sup>243</sup> V. SANGIOVANNI (2006), p. 1.

<sup>244</sup> Come osserva ANTONUCCI (2009), pp. 9 ss.

<sup>245</sup> A tal proposito GABRIELLINI, LENER (2011), p. 240, affermano che le norme di condotta trovano una loro giustificazione nell'esigenza di contenere i costi di agenzia che sorgono nella prestazione dei servizi di investimento, a causa dell'asimmetria informativa che caratterizza i rapporti tra intermediari e clienti. In tale prospettiva la tutela si fa più stringente nei confronti di quelle categorie di investitori su cui gravano costi transattivi più alti in termini di acquisizione ed elaborazione delle informazioni necessarie per effettuare un investimento consapevole in strumenti finanziari. Al contrario, per i soggetti dotati di esperienza e conoscenze nei mercati finanziari, un arretramento degli strumenti di tutela è funzionale a una maggiore rapidità ed efficienza nell'esecuzione delle operazioni.

Gli stessi autori, p. 241, con l'espressione "regole di condotta" (o "di comportamento") si riferiscono "*al sistema di norme, di fonte primaria e secondaria, che, a ragione della specificità dei contratti aventi ad oggetto i servizi e le attività di investimento, delineano una disciplina speciale in punto di obblighi pre contrattuali e contrattuali in capo agli intermediari stessi*".

<sup>246</sup> Regola derivante dall'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi su mercati regolamentati. Nel sistema previgente si riteneva soddisfatta quando gli ordini fossero stati trasmessi su mercati regolamentati. V. artt. 45 ss. Regolamento Intermediari.

<sup>247</sup> Il 31° Considerando della direttiva MiFID 2004/39/CE afferma che "*le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionisti e controparti)*".

Da qui discende un regime di protezione del cliente che poggia sugli obblighi procedurali dell'intermediario: l'organizzazione dell'intermediario diventa il terreno sul quale misurare la capacità dell'impresa di adempiere ai propri obblighi di condotta, con ricadute sul piano dell'eventuale inadempimento<sup>248</sup>

I criteri generali di comportamento sono presenti all'art. 21 (rubricato *Criteri generali*), comma 1, TUF<sup>249</sup>, dove, con riguardo ai conflitti di interesse, alla lettera a), afferma che: i soggetti abilitati, durante la prestazione di attività e servizi di investimento, devono “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*”, mentre il comma 1 – bis del medesimo articolo afferma che gli stessi soggetti, nella prestazione di attività e di servizi di investimento, a) *adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti*; b) *informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato*; c) *svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati*.

Gli standard generali descritti dall'art. 21, comma 1, lett. a) sono espressione dei principi generali posti dal codice civile in tema di adempimento delle obbligazioni<sup>250</sup>. Molti autori<sup>251</sup> si chiedono perché il legislatore abbia riformulato tali regole, le quali si sarebbero comunque applicate seguendo il diritto comune. Una risposta convincente ci è data<sup>252</sup> affermando che il richiamo a tali principi evidenzia una sinergia tra diritto comune e diritto speciale. La norma richiede agli intermediari un comportamento che non sia in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati nei quali operano. Il riferimento all'integrità del mercato, va inteso nel senso di sicurezza, funzionalità, efficienza, trasparenza del comportamento tenuto dall'intermediario sul mercato.

---

<sup>248</sup> V. ANNUNZIATA (2012), p. 127, che sottolinea come intere aree della disciplina dei comportamenti si traducono, nel sistema *post* – MiFID, oltre che di regole di condotta in sé, nella proceduralizzazione dell'agire.

<sup>249</sup> CERA (1994), p. 31, evidenzia una tripartizione di momenti della vicenda contrattuale: quello “informativo”, quello “genetico – formale” e quello “operativo – esecutivo”.

<sup>250</sup> Si fa riferimento all'obbligo di agire con correttezza e diligenza nell'adempimento e/o nell'esecuzione del contratto previsto agli artt. 1175, 1176 e 1375 c.c..

<sup>251</sup> Su tutti SARTORI (2004), pp. 130 ss.

<sup>252</sup> Cfr. ANNUNZIATA (2012), p. 121; GABRIELLINI, LENER (2011), p. 254. Quest'ultimi sostengono la tesi che la norma, richiamando i principi generali, è funzionale alla definizione del legame che sussiste tra norme di diritto comune e disciplina speciale dei comportamenti degli intermediari.

Il concetto di diligenza, di cui all'articolo 21, si riferisce alla “*diligenza del buon professionista*” e non a quella del “*buon padre di famiglia*”<sup>253</sup>. A conferma di ciò può essere chiamato in causa l’art. 23, comma 6, TUF, che, nell'ambito dei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente, impone agli intermediari l'onere di dimostrare di “*aver agito con la specifica diligenza richiesta*”. In particolare, la diligenza esprime la sua valenza operativa sul terreno dell’inadempimento degli obblighi derivanti dal contratto.

E' quindi al concetto di diligenza che possono ricondursi gli obblighi elencati all'art. 21, comma 1, TUF e poi specificatamente dettagliati nel Regolamento Intermediari.

All'obbligo dell'intermediario di agire con diligenza si accompagna quello di agire con correttezza, ovvero di comportarsi in modo leale ed equo<sup>254</sup>. La correttezza, rispetto alla diligenza, è fonte di doveri ulteriori. Sotto questo profilo, la correttezza assurge a “*regola di governo della discrezionalità di cui gode il soggetto intermediario*”<sup>255</sup>, anche se trova la sua concreta specificazione nelle numerose regole di condotta.

Il comportamento diligente e corretto deve essere valutato in base al parametro della professionalità, commisurata, ex art. 1176, comma 2, c.c., alla natura dell’attività svolta.

L’art. 21, comma 1, lett. b. TUF, dispone che l’intermediario deve “*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che siano adeguatamente informati*”. La clausola generale di “*diligenza, correttezza e trasparenza*” trova, così, la sua concreta specificazione nelle regole di comportamento enunciate in forma di obblighi positivi di informazione standardizzati: c.d. *know your customer rule*<sup>256</sup>. Le disposizioni di dettaglio in materia di informazioni sono fissate nel Regolamento Intermediari<sup>257</sup>. Finalità della disciplina (art. 27, Reg. Intermediari) è di assicurare ai clienti o potenziali clienti informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi, e di conseguenza possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. A tal fine, l’art. 28 del Reg. Intermediari, individua le condizioni affinché le informazioni possano dirsi “*corrette, chiare e non fuorvianti*”. L’acquisizione delle informazioni dal cliente è funzionale alla classificazione della clientela e all’applicazione dei criteri di adeguatezza e appropriatezza per i diversi tipi di servizi<sup>258</sup>. Al centro del sistema si colloca così

---

<sup>253</sup> Cfr. SARTORI (2004), p. 131.

<sup>254</sup> Il concetto di correttezza lo troviamo innanzitutto nell'art. 1175 c.c., dove coincide con quello di “*buona fede oggettiva*”, la quale si applica a tutte le prassi contrattuali. In chiave di conflitto di interessi, comportarsi correttamente significa evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

<sup>255</sup> GABRIELLINI, LENER (2011), cit., p. 255.

<sup>256</sup> V. nt. 105.

<sup>257</sup> Libro III, parte II, capo I, artt. 27 – 36.

<sup>258</sup> V. GABRIELLINI, LENER, p. 258.

l'informazione<sup>259</sup>. L'intermediario non diviene debitore di risultato, inteso come buon esito dell'operazione, bensì di mezzi, cioè di un agire corretto, incentrato su un flusso informativo adeguato che consenta al cliente la formazione di scelte consapevoli. Il contenuto di tali informazioni è dettato dagli artt. 29 (informazioni sull'intermediario e sulla tipologia di strumenti prestati), 30 (informazioni sulla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro) e 31 (informazioni sui costi e gli oneri connessi alla prestazione dei servizi) del Regolamento Intermediari. Il flusso di informazioni è disciplinato anche con riguardo alle modalità e ai termini di adempimento degli obblighi informativi: l'art. 34 del regolamento Intermediari riconduce gli obblighi di cui agli artt. 29 – 32 alle differenti fasi, precontrattuale o di esecuzione, del contratto stesso; e al modo per la comunicazione delle informazioni che vanno rese su “*supporto duraturo*”, ai sensi dell'art. 36, comma 1, del regolamento Intermediari, o “*tramite un sito internet*”. In particolare l'informazione deve essere resa su un supporto cartaceo, salvo che il cliente manifesti il proprio consenso all'impiego di un formato diverso e il suo utilizzo non comprometta il corretto adempimento degli obblighi informativi.

La disamina fin qui svolta va coordinata con la distinzione per categorie di clienti introdotta dalla normativa MiFID. La disciplina vigente prevede che i doveri a carico delle imprese di investimento siano graduati in base all'esperienza dei risparmiatori e distingue tra clienti “al dettaglio”, clienti “professionali” e le “controparti qualificate”. Va considerato che il Regolamento Consob n. 16190 del 2007 individua le “controparti qualificate” nei soggetti idonei a negoziare a condizioni di parità con gli intermediari<sup>260</sup>

In base, invece, al comma 1 – bis, lett. a), dell'art. 21 TUF, gli intermediari hanno l'obbligo di:

- a) *identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti;*
- b) *di gestirli anche adottando idonee misure organizzative;*
- c) *di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, quando le misure organizzative adottate non sono risultate sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato.*

Secondo tre autori noti in campo internazionale<sup>261</sup>, l'obbligo che gli intermediari hanno di informare la clientela nel caso in cui i conflitti di interesse non siano stati ragionevolmente gestiti, ha effetti perversi sul comportamento effettivo delle parti del rapporto. In primo luogo, la *disclosure* può accrescere la fiducia del cliente nel consiglio dell'intermediario, nella misura in cui il primo sia portato a cogliere in quella una prova del lealtà del secondo e di quanto questi ritenga valido il

---

<sup>259</sup> V. AUTELIANO (2008), p. 1160, il quale afferma che nella disciplina delle regole di condotta solamente l'obbligo di informazione a carico dell'intermediario ha carattere imperativo.

<sup>260</sup> Per questo gli intermediari, nei confronti di tale categoria di clienti, sono esonerati dall'osservanza delle norme di condotta.

<sup>261</sup> CAIN, LOEWENSTEIN E MOORE (2003), p. 10.

proprio consiglio. In altri termini, il cliente potrebbe essere indotto a dare più peso al consiglio dell'intermediario, ragionando che, se l'intermediario si prende il disturbo di dichiarare il conflitto d'interessi, deve essere particolarmente convinto della bontà del proprio consiglio. In secondo luogo, a seguito della *disclosure*, l'intermediario potrebbe invece essere portato a dare consigli ancora più influenzati dal proprio conflitto, da un lato al fine di bilanciare la possibilità che il cliente, al contrario di quanto appena ipotizzato, recepisca invece con maggiore diffidenza il consiglio dell'intermediario e ne "sconti" l'attendibilità, dall'altro, sentendosi più legittimato, sul piano morale, a dare consigli interessati, una volta che egli abbia adeguatamente avvertito il cliente dell'esistenza del conflitto.

Inoltre, l'intermediario ha l'obbligo di informare, se non lo fa ha l'obbligo di astenersi. L'astensione si ricava in via interpretativa dalla necessità della previa informazione, come accadeva ai sensi degli artt. 27 e 29 del Regolamento 11522 del 1998. Se non si astiene, l'intermediario risarcisce il danno, anche se il carattere svantaggioso dell'operazione non risulta poi essere dipeso dall'incidenza dell'interesse in conflitto, bensì dall'andamento del mercato. Questo perché la Sezione Unite<sup>262</sup> hanno chiarito che la sanzione per violazione da parte dell'intermediario dell'obbligo di astensione, in presenza di una situazione di conflitto di interessi, è il risarcimento delle perdite comunque seguite al compimento di un'operazione, dato che questa non avrebbe dovuto essere compiuta<sup>263</sup>.

Il Regolamento Intermediari sancisce l'obbligo dell'intermediario di fornire ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio *una descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interessi; l'obbligo ogniqualvolta il cliente lo richieda, di fornire maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse su un supporto duraturo o tramite il sito internet dell'intermediario purché le condizioni di cui all'art.36, comma 2, siano soddisfatte* (art. 29, lett. i), l)). Nel Regolamento Congiunto troviamo l'obbligo, per gli intermediari, di formulare per iscritto *un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse in linea con il principio di proporzionalità* (art. 25).

Come già accennato, indipendentemente dalla tipologia di clientela che l'intermediario si trovi davanti e dalla natura del servizio prestato, l'impresa di investimento dovrà sempre seguire le regole in materia di conflitto di interessi a differenza della legislazione previgente. La generalizzata applicazione di tale disciplina e di riflesso l'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente

---

<sup>262</sup> Sezioni Unite, sentenze nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, secondo cui quando “*l'obbligo di astensione sia stato violato (...), assumono rilievo le conseguenze del fatto che l'intermediario non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale, in quelle circostanze, avrebbe dovuto astenersi (...), non quelle derivanti dalle modalità con cui l'operazione è stata in concreto realizzata o avrebbe potuto esserlo ipoteticamente da altro intermediario*”.

<sup>263</sup> V. MAFFEIS (2008), pp. 128 ss.

*“costituisce il principale congegno adottato dal legislatore post –Mifid per riequilibrare l'assetto di un rapporto avvertito come sbilanciato in modo intollerabile a vantaggio dell'intermediario”<sup>264</sup>.*

In tema di violazione delle norme sul conflitto di interessi, può osservarsi come nella disciplina comunitaria non siano espressamente contemplati i rimedi civilistici contro la violazione di tali norme.

Nella disciplina italiana gli unici riferimenti, in generale, che troviamo riguardano:

- a) la disposizione sulla distribuzione dell'onere della prova contenuta nell'art. 23, comma 6, TUF;
- b) la responsabilità vicaria per *“i danni arrecati a terzi dal promotore finanziario”* prevista dall'art. 31, comma 3, TUF in capo al “soggetto abilitato che conferisce l'incarico”;
- c) la responsabilità per il “danno arrecato” stabilita dall'art. 100 – bis, comma 3, TUF, a carico dei *“soggetti abilitati presso i quali è avvenuta”*, nei dodici mesi successivi a un collocamento privato presso investitori istituzionali e senza la pubblicazione di un prospetto informativo, la rivendita sistematica a clienti *retail* dei prodotti finanziari oggetto di tale collocamento.

Nel TUF, l'unico rimedio regolato in modo abbastanza completo è la sanzione di nullità relativa<sup>265</sup>.

Non è invece presente nessuna disposizione esplicita in ordine ai rimedi applicabili nel caso di violazione di regole di condotta previste dall'art. 21 TUF e dagli artt. 26 ss. Regolamento Intermediari, la sola sanzione presente è quella rinvenibile all'art. 190 TUF, la quale garantisce sanzioni amministrative pecuniarie che variano dai duemilacinquecento euro ai duecentocinquanta mila euro nel caso in cui i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e i dipendenti di società o enti abilitati, così come i consulenti finanziari, non osservino le disposizioni previste dall'art. 21 TUF.

Fuori dalla disciplina speciale del TUF, la tutela civilistica dell'investitore rimane affidata ai rimedi descritti nella parte del codice civile relativa al contratto e alle obbligazioni. Ciò ha contribuito a creare una vastissima giurisprudenza talvolta contraddittoria e artificiosa, sino alla pronuncia della Cassazione in Sezioni Unite delle c.d. sentenze gemelle (o sentenze Rordorf, dal nome del loro estensore) le quali hanno *“posto fine alla situazione di incertezza sui rimedi contrattuali in relazione alla questione del risparmio tradito”<sup>266</sup>.*

La prima stagione di pronunce giurisprudenziali nelle controversie sul c.d. *risparmio tradito* ha conosciuto un ampio ricorso alla sanzione di nullità per contrarietà a norme imperative *ex art. 1418*

---

<sup>264</sup> MINNECI (2012), cit., p. 586.

<sup>265</sup> Vedi artt. 23, commi 1 e 3; 24, comma 2; 30, comma 7; 100 – bis, comma 3, TUF.

<sup>266</sup> ROPPO (2005), pp. 625 ss.

c.c.<sup>267</sup>, argomentata, in buona sostanza, dal carattere generale degli interessi tutelati dalle regole di comportamento previste. Il percorso argomentativo che portò a tale conclusione si fondava sul carattere imperativo delle norme in tema di condotta, per l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. Tale strumento, tuttavia, non appare adeguato<sup>268</sup>. Derivare la nullità del contratto dalla violazione di una regola di comportamento “*equivale (...) a trasformare in regole di validità norme che (...) sono dirette (...) ad imporre una determinata condotta nella fase delle trattative*”<sup>269</sup>. L'art. 1418, comma 1, c.c., a livello di elementi costitutivi della fattispecie richiede l'esistenza di una norma imperativa e la contrarietà alla medesima del contratto.

Le Sezioni Unite della Cassazione<sup>270</sup> ha definito tale ultimo argomento come “datato”, in quanto recenti tendenze evolutive dottrinali a) configurano le regole di condotta imposte dalla legge agli intermediari come obblighi legali di fattispecie collocati nell'ambito della costruzione della fattispecie contrattuale, come momento proprio della stessa; b) identificano nel divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto di interessi la manifestazione di una disapprovazione dell'ordinamento per le operazioni compiute in situazioni di pericolo, destinata a trovare la sanzione appropriata nella nullità per illiceità<sup>271</sup>.

La tesi della nullità è senz'altro quella che ha destato maggiori “entusiasmi” nelle prime pronunce che hanno affrontato la questione con riferimento ai prestiti obbligazionari Cirio e Parmalat, anche, probabilmente, in virtù di una sorta di precomprensione dei giudici, mossi dall'intento di risarcire gli investitori raggirati<sup>272</sup>.

Al contrario, la Corte di Cassazione con sentenza n. 19024 del 29 settembre 2005<sup>273</sup> ha ritenuto che “*i comportamenti illegittimi tenuti dalle parti (segnatamente l'intermediario abilitato nei confronti*

---

<sup>267</sup> Nella giurisprudenza prevaleva questa tesi per i vantaggi che la tutela restitutoria presenta nei termini di un recupero integrale delle somme impiegate nell'operazione. A favore della tutela restitutoria PERRONE (2005), p. 1012 e ss.

<sup>268</sup> Dello stesso parere LUKAKS (2006), il quale preferisce il rimedio risarcitorio come criterio generale e quello restitutorio nelle ipotesi eccezionali. In quanto il primo rimedio offre il vantaggio di essere un “arma intelligente” perché seleziona se colpire e cosa colpire.

<sup>269</sup> PERRONE (2010), cit., p. 545.

<sup>270</sup> Attraverso le sentenze n. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007,

<sup>271</sup> L'art. 21, lett. b, TUF, stabilisce il dovere degli intermediari finanziari di acquisire le informazioni necessarie dai clienti. Nei servizi di consulenza finanziaria e di gestione di portafogli l'intermediario deve astenersi dal compiere operazioni se non ha eseguito l'obbligo di informazione. Al contrario, negli altri servizi di investimento, le prestazioni possono eseguirsi anche senza l'acquisizione preventiva delle informazioni da parte dell'intermediario. Stesso discorso può essere fatto per i test di adeguatezza e di appropriatezza: per i servizi di consulenza finanziaria e di gestione di portafogli il dovere di astensione è inderogabile. Per quanto invece riguarda i conflitti di interesse, non vi è un divieto inderogabile di agire in situazioni di conflitto: ad avere natura imperativa sono le regole di informazione.

Per approfondimenti v. AUTELIANO (2008), pp. 1159 ss.

<sup>272</sup> TUCCI (2007), p. 623.

<sup>273</sup> Tale vicenda riguardava il fatto che il passivo accumulato su un conto corrente era frutto di operazioni finanziarie nel

*del cliente) nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto, quale che sia la natura della norma violata, essendo estranei alla fattispecie negoziale, non danno luogo alla nullità del contratto, a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore<sup>274</sup>”. I giudici riconobbero il carattere imperativo delle norme di comportamento, in quanto poste a tutela del contraente e dei mercati, ma non ne derivarono l'applicabilità dell'art. 1418 c.c., comma 1. La sentenza esclude poi che possa invocarsi la nullità contemplata dal comma secondo dell'articolo citato, perché, anche a voler ammettere che “*nella fase prenegoziale la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario (...) siano idonei ad influire sul consenso della controparte contrattuale, inquinandolo, appare arduo sostenere che solo per questo il consenso manca del tutto*”.<sup>275</sup> La sentenza fa leva sulla distinzione tra violazione dei doveri di comportamento dei contraenti<sup>276</sup> e norme di validità del contratto<sup>277</sup>. Leggendo il codice civile, secondo tali giudici, si evincerebbe che l'inosservanza degli obblighi di correttezza e buona fede comporta una responsabilità risarcitoria (contrattuale ed extracontrattuale), la quale, a determinate condizioni, può riflettersi sulla sopravvivenza dell'atto (annullamento, risoluzione e rescissione), ma non determina mai la nullità del contratto. Infine, la sentenza esclude che la sanzione di nullità possa discendere dalla valenza generale dell'interesse alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari, in quanto uno strumento di tutela, in questo senso, esiste nel TUF nell'art. 23, comma 6, dove si fa riferimento alla responsabilità risarcitoria, l'articolo fa riferimento ai “*giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e in quelli accessori*”. In definitiva, le Sezioni Unite hanno deciso che “*la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengono nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove**

---

compimento delle quali l'istituto di credito era venuto meno ai doveri impostigli dall'art. 6 dell'allora vigente legge n.1 del 1991, perché aveva suggerito investimenti estremamente rischiosi senza adeguata informazione per il cliente ed in eccesso rispetto alle disponibilità finanziarie del medesimo. Per approfondimenti si V. BOVE (2009).

<sup>274</sup> Cfr. Sezioni Unite, sentenze n.26725 del 19 dicembre 2007

<sup>275</sup> V. BOVE (2009), p. 630.

<sup>276</sup> Devono assicurare la correttezza e la moralità delle contrattazioni, la loro violazione genera responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto, quando si traduca in una forma di non corretto adempimento del generali dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul contraente, ma non è idonea a provocare la nullità dell'atto negoziale. V. Sezioni Unite, sentenze n. 26725 del 19 dicembre 2007

<sup>277</sup> Attengono alla fattispecie del contratto e stabiliscono le condizioni alle quali il contratto deve corrispondere per essere vincolante per entrambe le parti. V. BOVE (2009), p. 630.



*si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria in questione”.*<sup>278</sup>

La sentenza esclude anche che la sanzione di nullità possa farsi discendere dalla considerazione della valenza generale dell’interesse alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari, giacché l’esigenza di incoraggiare il risparmio e garantirne la tutela non implica necessariamente la scelta del rimedio della nullità. Ciò sarebbe plausibile solo là dove la nullità fosse l’unico rimedio in grado di rispondere a quest’esigenza. Ma così non è: uno strumento di tutela esiste ed è quello della responsabilità risarcitoria, come si desume dal riferimento contenuto nell’art. 23, comma 6, TUF ai “*giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e in quelli accessori*”.

Il doppio regime di responsabilità precontrattuale e contrattuale è connesso con la qualificazione dei contratti di negoziazione come “*contratti quadro*”, mediante i quali le parti stabiliscono gli aspetti e le modalità del contenuto dei successivi negozi<sup>279</sup>. Ne deriva che solo la violazione delle regole informative antecedenti alla stipulazione del contratto quadro, riconducibile ad una violazione di cui all’art. 1337 c.c., si traduce in una responsabilità di tipo precontrattuale<sup>280</sup>. Tale responsabilità può farsi valere dal cliente non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative o di conclusione di un contratto invalido, “*ma anche se il contratto concluso sia valido e tuttavia non risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorretto*”<sup>281</sup>. La violazione delle altre regole comportamentali integrano la fattispecie dell’inadempimento e dunque una responsabilità contrattuale<sup>282</sup>.

Si è quindi fatta chiarezza su un punto che per anni è stato controverso.

---

<sup>278</sup> V. anche AUTELLIANO (2008), pp. 1157 ss.

<sup>279</sup> Questa duplice responsabilità riflette la distinzione tra il c.d. contratto quadro, che altro non è che il contratto di intermediazione finanziaria e viene accostato alla figura del mandato, stipulato dall’intermediario con il cliente e le successive operazioni che il primo compie per conto del secondo.

<sup>280</sup> Fanno parte di questa categoria: l’obbligo di consegna del documento informativo e l’obbligo di informarsi sulla situazione finanziaria del cliente ( c.d. *know your customer rule*).

<sup>281</sup> BOVE (2009), cit., p. 632.

<sup>282</sup> V. GABRIELLI, LENER (2011), p. 278. Attengono al momento esecutivo del contratto: l’obbligo di fornire al cliente informazioni adeguate sulla natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d’investimento o di disinvestimento, l’obbligo di comunicare l’esistenza di eventuali situazioni di conflitto di interesse, l’obbligo di non consigliare e di non effettuare operazioni di frequenza o dimensioni eccessive rispetto alla situazione del cliente (c.d. *suitability rule*).

## CAPITOLO TERZO

### L'INDIVIDUAZIONE E LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE

#### 1.1. L'INDIVIDUAZIONE DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO

Una volta descritto il quadro dei rimedi volti a prevenire l'insorgere di situazioni di conflitto di interessi occorre ora procedere alla disamina dei profili problematici relativi all'identificazione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi la cui insorgenza non sia stato possibile scongiurare.

L'identificazione dei conflitti di interesse è il momento preliminare e presuppone un'analisi dettagliata di tutte le attività e i servizi prestati dall'impresa di investimento. La ricerca deve includere i conflitti materializzati nel momento in cui l'intermediario si appresta a definire le misure di gestione dei conflitti e le ipotesi di conflitto che potrebbero emergere in futuro<sup>283</sup>. Solitamente si utilizza un approccio che consiste in due fasi distinte: la prima è inerente alla rilevazione dei conflitti, condotta – come si vedrà - attraverso due livelli di indagine<sup>284</sup>; la seconda attiene, invece, alla riconduzione dei potenziali conflitti rilevati dalle fattispecie normative. A conclusione di questa attività viene prodotta una mappa riepilogativa nella quale sono riportate tutte le ipotesi in cui l'interesse dell'investitore potrebbe risultare pregiudicato per il perseguimento di una finalità diversa ed ulteriore rispetto al servizio prestato.

La normativa in vigore specifica che, ai fini della ricognizione, rilevano i comportamenti che recano al cliente un danno potenziale o, un danno preventivo – astratto<sup>285</sup>. Solitamente, gli intermediari, nella individuazione della sussistenza di un determinato conflitto di interesse, considerano i seguenti requisiti, ritenuti essenziali al fine della corretta classificazione dello stesso<sup>286</sup>:

- il carattere potenziale del conflitto, che deve pertanto essere apprezzabile *ex ante*;
- l'esistenza di una possibile subordinazione dell'interesse del cliente rispetto a quello del soggetto abilitato e/o di un altro cliente;

---

<sup>283</sup> CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates, Markets in Financial Instruments Directive, Feedback Statement, gennaio 2005.

<sup>284</sup> Il primo livello attiene alla potenzialità del pregiudizio, aspetto da valutare *ex ante*. Il secondo livello riguarda l'ambito nel quale è necessario condurre la verifica, in quanto le previsioni regolamentari indicano esplicitamente che occorre prendere a riferimento non solo l'impresa di investimento, ma l'intero perimetro del gruppo di appartenenza, tenuto conto dell'attività svolta dalle società del gruppo.

<sup>285</sup> PRESTI – RESCIGNO (2007), cit., p. 25. Tale carattere potenziale del conflitto deve essere apprezzabile *ex ante*, BANCA ETICA (2014)

<sup>286</sup> V. BANCA ETICA (2014), BCC ROMA.

- la sussistenza di una finalità, diversa e ulteriore rispetto a quella propria dell'operazione posta in essere, perseguita dall'intermediario al fine di trarne una propria utilità.

L'identificazione dei conflitti, ai sensi del Regolamento Congiunto, è un obbligo degli intermediari, i quali, appunto, *adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi*<sup>287</sup>.

Dalla lettura dell'articolo 23 del Regolamento Congiunto l'identificazione consiste in una "mappatura" delle situazioni di potenziale conflitto<sup>288</sup>. Per questa norma è indifferente se il conflitto possa nuocere gravemente al cliente<sup>289</sup>; diventa quindi un "*esercizio di classificazione tipologica della realtà che gli intermediari sono stati chiamati a fare*"<sup>290</sup>.

L'art. 24, comma 1, Regolamento Congiunto detta le linee guida del processo di identificazione: *in primis* precisa che i conflitti rilevanti sono quelli "*che possono danneggiare gli interessi*" del cliente e poi fornisce i requisiti minimi per definire la situazione conflittuale<sup>291</sup>. Tali ipotesi presenti nell'articolo possono essere riunite in due categorie: la prima, che racchiude i conflitti di interesse in

<sup>287</sup> Art. 23, comma 1, Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob.

<sup>288</sup> Il CESR fu incaricato dalla Commissione di esprimere un parere tecnico in ordine a quanto previsto all'art. 18, comma 3 della Direttiva MIFID e di suggerire quindi le misure per fissare i criteri più appropriati per determinare: le tipologie di conflitti di interesse la cui esistenza possa ledere gli interessi dei clienti, attuali e potenziali, dell'impresa di investimento; i passi che le imprese di investimento potrebbero ragionevolmente intraprendere per identificare, prevenire e gestire e rendere noti i conflitti.

<sup>289</sup> V. SCOTTI CAMUZZI (2011), pp. 302 ss., il quale però precisa che la cosa diventa rilevante al momento della gestione del conflitto.

<sup>290</sup> SCOTTI CAMUZZI (2011), cit., p. 303.

<sup>291</sup> Art. 24, comma 1, Regolamento Congiunto: "*ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare gli interessi di un cliente, gli intermediari considerano, quale criterio minimo, se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:*

- realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria, a spese del cliente;*
- siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;*
- abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diverso da quello a cui il servizio è prestato;*
- svolgano la medesima attività del cliente;*
- ricevano o possano ricevere da persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio prestato al cliente, un incentivo sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio."*

Questa elencazione in alcuni punti non appare molto chiara, infatti, la previsione di cui alla lettera d) appare ambigua: da una prima lettura, la norma sembrerebbe affermare l'esistenza di un conflitto di interesse ogni qual volta un intermediario svolga la stessa attività professionale del cliente, come ad esempio potrebbe essere una banca che presta un qualunque servizio di investimento ad un'altra banca. Questa interpretazione, chiaramente non è da ritenersi valida. Inoltre, emergono incertezze anche per quanto riguarda la previsione di cui alla lettera e), essa sembra riferirsi al fenomeno delle *soft commission*, cioè accordi stipulati dall'impresa di investimento per il riconoscimento di utilità.

Per approfondimenti ONADO – SABATINI (2007) pp. 154 ss., FUSETTI – RECINE (2007), pp. 745 ss..

senso stretto e la seconda, che ricomprende più genericamente i concorsi di interesse.

I conflitti di interesse in senso stretto si possono manifestare internamente al rapporto cliente – intermediario, allorché il soggetto abilitato cerca di trarre profitto ovvero di evitare perdite a danno di uno o più clienti (lett. a), nonché quando il suddetto cerca di trarre un vantaggio finanziario favorendo gli interessi di un cliente (o un gruppo) a discapito di un altro (cliente o gruppo di clienti) (lett. c). Alcuni autori<sup>292</sup> sostengono che questo primo gruppo di ipotesi sia caratterizzato dalla causalità che intercorre tra il vantaggio economico dell'intermediario e il pregiudizio arrecato al cliente, pregiudizio che si sostanzia in maggior costo o minor utile conseguito.

Lo scontro esterno al rapporto intermediario – cliente, invece, si concreta quando una persona diversa dal cliente corrisponde un incentivo all'intermediario (lett. c).

Dal canto suo, il concorso di interessi si manifesta in primo luogo allorché l'intermediario abbia un interesse differente da quello del cliente nel risultato dell'operazione messa in atto o dal servizio prestato (lett. b), e in secondo luogo quando cliente e soggetti "rilevanti"<sup>293</sup> svolgono la stessa attività (lett. d). Viene così selezionato uno “*zoccolo duro di fattispecie*”<sup>294</sup> che ogni intermediario dovrà valutare, ma non necessariamente inserire in ragione del principio di proporzionalità, nell'impostazione della propria mappatura delle situazioni potenzialmente conflittuali.

Nella realtà, però, la distinzione in categorie per i conflitti è molto meno agevole di quanto la norma faccia trasparire; infatti, nella maggior parte dei casi le situazioni conflittuali risultano dalla commistione delle ipotesi predette: si pensi alla situazione in cui un intermediario sia in possesso di azioni di una società e, avendo la facoltà di operare discrezionalmente nella gestione del portafoglio dei clienti, decida di vendere a questi le predetti azioni, sostenendone il prezzo e trasferendone il rischio. Da quest'operazione si può evincere sia che l'intermediario gode della possibilità di conseguire utili o evitare perdite a discapito del cliente, sia che gli interessi del venditore possono divergere da quelli dell'acquirente: il medesimo comportamento è quindi inquadrabile tanto nella fattispecie sub a, quanto nella fattispecie sub b.

Di conseguenza, l'elenco fornito dall'art. 24 non è da ritenersi esaustivo<sup>295</sup>: gli intermediari devono

---

<sup>292</sup> Sulla questione: FUSETTI – RECINE (2007), pp. 746.

<sup>293</sup> Sono soggetti rilevanti "gli amministratori, i soci o equivalenti, i dirigenti o agenti collegati all'impresa; gli amministratori, i soci o equivalenti o dirigenti di un agente collegato all'impresa; gli impiegati di impresa o di un suo agente collegato, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'impresa o di un agente collegato all'impresa e che partecipi alla prestazione di servizi di investimento, e all'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa; le persone fisiche che partecipano alla prestazione di servizi all'impresa di investimento o al suo agente collegato nel quadro di un contratto di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa", FUSETTI – RECINE (2007), cit., p. 153.

<sup>294</sup> ANTONUCCI (2009), cit., p. 15.

<sup>295</sup> A conferma di questa affermazione il 24° rapporto dell'European Bank Report ha individuato 12 ipotesi di conflitto di interessi, individuate nell'ambito di tre macro aree: gestione del portafoglio, attività di ricerca e attività creditizia.

pertanto predisporre le misure necessarie a identificare nuove ipotesi di conflitto che dovessero manifestarsi in futuro<sup>296</sup> ed essere pronti a gestire questi eventuali nuovi conflitti. In questo senso, già un'insufficiente “mappatura” delle situazioni di conflitto integrerebbe il mancato rispetto della disciplina.

Durante questa fase di identificazione dei conflitti gli intermediari devono, innanzitutto, svolgere una ricerca statica volta ad individuare le situazioni di conflitto in essere e, in secondo luogo, una ricerca dinamica, ossia un metodo in grado di monitorare e intercettare nel tempo i nuovi eventuali conflitti<sup>297</sup>.

Ai fini di questa ricerca gli intermediari devono disegnare il perimetro entro cui questa deve essere condotta, partendo dal profilo delle attività e dei soggetti coinvolti. Successivamente gli intermediari sono chiamati ad applicare dei “filtri”, previsti dal Regolamento Congiunto, per limitare il campo di indagine.

Il primo di questi “filtri” è il principio di proporzionalità<sup>298</sup>, alla stregua del quale, quanto più complessa e sofisticata è l'attività dell'intermediario, quanto più alti sono i rischi di danno a carico della clientela in virtù della particolare natura dell'attività svolta dall'intermediario, tanto maggiori saranno l'impegno e le risorse che l'intermediario dovrà dedicare alla identificazione dei conflitti di interesse.

Il secondo principio è l'*adozione di misure "ragionevoli"*, come già abbiamo avuto modo di vedere ai sensi dell'art. 23, comma 1, Regolamento Congiunto. "Ragionevole" non può che significare concretamente esigibile in rapporto alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta, nonché alla gamma dei servizi prestati.

---

Per un approfondimento v. PRESTI – RESCIGNO (2007).

<sup>296</sup> L'aggiornamento delle situazioni di conflitto è un'attività causata anche dalla costante innovazione di prodotto e di processo.

<sup>297</sup> ASSOSIM (2008).

<sup>298</sup> I soggetti da prender e in considerazione sono:

- a) l'intermediario stesso;
- b) i componenti degli organi aziendali dell'intermediario;
- c) i soci dell'intermediario che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi;
- d) i dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;
- e) i dipendenti dell'intermediario e ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento da parte dell'intermediario;
- f) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario in base ad accordi di *outsourcing* aventi per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario;
- g) i soggetti aventi un legame di controllo diretto o indiretto con quelli di cui alle lettere precedenti;
- h) altri clienti;

ASSOSIM (2008), cit., p. 3 ss.

Il monitoraggio e il continuo aggiornamento delle situazioni di potenziale conflitto è un aspetto dinamico della procedura di identificazione, che passa attraverso un'adeguata informativa al personale e ai responsabili dei vari dipartimenti in cui l'intermediario è organizzato. In questo modo ciascun dipendente sarà in grado di rilevare, nell'ambito della propria area di competenza, una nuova situazione di conflitto che dovesse presentarsi. La responsabilità di questa informativa spetta alla funzione di *compliance*. L'analisi deve estendersi anche ad altre attività, diverse dalla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, come ad esempio, la contemporanea prestazione, da parte di un intermediario, di attività e servizi tipicamente “bancari”<sup>299</sup>.

L'individuazione dei conflitti di interesse e la conseguente valutazione dei presidi in essere per la gestione degli stessi possono subire degli aggiornamenti a fronte di modifiche di carattere organizzativo o normativo, come ad esempio una modifica nella struttura societaria del gruppo, la prestazione di nuovi servizi/attività ovvero cessazione di taluni servizi/attività e innovazioni della normativa<sup>300</sup>.

Inoltre, la politica di gestione dei conflitti deve essere “*adeguata*” alle “*dimensioni e alla organizzazione*” dell'intermediario, nonché alla “*natura, alle dimensioni e alla complessità*” dell'attività dell'intermediario<sup>301</sup>.

Vediamo uno a uno i servizi più delicati, sotto l'aspetto dei conflitti di interesse, per concentrare l'attenzione sui conflitti di interessi che, tipicamente, possono presentarsi in relazione a questi servizi.

## 1.1 GESTIONE DI PORTAFOGLI

E' il servizio più critico<sup>302</sup>, insieme alla consulenza in materia di investimenti, per quanto riguarda i

---

<sup>299</sup> Cfr. ANNUNZIATA (2012), pp. 211 ss..

<sup>300</sup> Starà poi agli organi preposti ricevere le informazioni relativamente a tali eventi e di verificare la conformità delle misure di gestione proposte.

<sup>301</sup> In molti casi i soggetti abilitati classificano, in relazione al servizio ed attività di investimento prestati, la rilevanza di una situazione di conflitto di interessi in: A = alta, M = media e B = bassa; ciò in funzione della potenzialità del pregiudizio del cliente nonché del differente grado di iniziativa e/o discrezionalità posta in capo all'intermediario che presta il servizio o attività di investimento e dalla possibilità e dalla frequenza che esso si verifichi.

<sup>302</sup> “Dall'attività svolta dalla Consob nell'ultimo decennio si evince che le aree che presentano maggiori criticità in materia di conflitti di interesse sono quelle relative ai servizi di gestione (individuale e collettiva), alla consulenza e alla ricerca; in particolare, le attività da cui deriva la maggior parte delle fattispecie di conflitti di interesse riguardano la partecipazione a operazioni di offerta al pubblico di titoli, il trattamento delle posizioni proprietarie, i finanziamenti concessi agli emittenti titoli e la consulenza”, PAMPURINI (2007), cit., p. 125.

La Consob infatti, ritiene che esistano dei servizi ad alto valore aggiunto, quali la gestione del portafoglio e la consulenza, che ben si prestano alla valutazione di un aumento della qualità del servizio a seguito di incentivi, al contrario di quelli a basso valore, come possono essere le operazioni legate alla *execution only*, per le quali è più difficile percepire un miglioramento delle

conflitti di interesse, in quanto l'intermediario effettua in autonomia le scelte di investimento per conto del cliente. In astratto, l'intermediario potrebbe usare questo potere in maniera impropria, selezionando gli investimenti in funzione di interessi propri o di terzi. Ad esempio, l'intermediario potrebbe effettuare investimenti in:

- a) strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da società del suo gruppo, lucrando o permettendo alle società affiliate di lucrare le relative commissioni di collocamento;
- b) strumenti finanziari emessi dallo stesso intermediario o da società affiliate, che hanno evidentemente interesse a collocarli;
- c) strumenti finanziari che l'intermediario o le società affiliate negoziano per conto proprio, potendo così lucrare la differenza tra prezzo di acquisto pagato per acquistare lo strumento al momento dell'inserimento nel portafoglio di proprietà e prezzo applicato per la vendita a favore del portafoglio del cliente gestito;
- d) strumenti finanziari emessi da emittenti ai quali l'intermediario o le società affiliate hanno concesso prestiti (in questo caso il vantaggio per l'intermediario o la società affiliata potrebbe essere costituito dall'approvvigionamento di mezzi finanziari garantito al soggetto affidato, con una conseguente maggiore probabilità di restituzione del prestito accordato) o forniscono servizi di consulenza alle imprese (con il vantaggio di rendere eventualmente possibili le operazioni societarie consigliate dall'intermediario in veste di consulente d'impresa);
- e) quote di fondi comuni di investimento gestiti da società affiliate, che lucrerebbero le relative commissioni di sottoscrizione delle quote<sup>303</sup>.

Altra ipotesi di conflitto che può generarsi è quella in cui l'intermediario svolge per se stesso un'attività analoga a quella che svolge per il cliente: è questo il caso della prestazione del servizio di gestione di portafogli e lo svolgimento contestuale di un'attività di *proprietary trading* avente ad oggetto la stessa tipologia di strumenti finanziari. E' presente una potenziale situazione di conflitto di interessi in quanto, le scelte di investimento dell'intermediario per conto della clientela potrebbero essere influenzate dall'interesse connesso alla posizione di rischio assunta nell'attività di *proprietary trading*.

Se il servizio di gestione di portafogli è prestato assieme a quello di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente è probabile che si crei una situazione di conflitto di interesse. In questo caso, l'unità organizzativa incaricata, potrebbe inserire i portafogli gestiti per conto dei clienti strumenti finanziari per i quali l'intermediario presta contestualmente attività di collocamento. L'intermediario quindi potrebbe: lucrare le commissioni derivanti dalla prestazione congiunta di entrambi i servizi, realizzare operazioni su strumenti finanziari di propria

---

prestazioni legato alla percezione di incentivi.

<sup>303</sup> Per una descrizione maggiormente dettagliata si rinvia ad ASSOSIM (2008).

emissione e/o emessi da società appartenenti al gruppo, oppure, potrebbe realizzare operazioni su strumenti finanziari emessi da società finanziate in misura rilevante ed ottenere con i proventi il rimborso del credito erogato. Si potrebbe quindi ricadere nelle ipotesi di situazioni di conflitto delle lettere a) e b) dell'art. 24 del Regolamento Congiunto. Al fine di evitare tali situazioni l'intermediario potrà operare una separatezza funzionale tra le unità organizzative che prestano i servizi in potenziale conflitto di interessi, in modo da eliminare i flussi informativi tra le citate funzioni. La stessa soluzione può essere utilizzata nel caso in cui l'intermediario, insieme al servizio di gestione di portafogli, presti anche il servizio di negoziazione per conto proprio, come descritto in precedenza.

## **1.2 RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI**

Con questo servizio l'intermediario, ricevuto un ordine di acquisto o vendita dal cliente, lo trasmette ad altro intermediario per la sua esecuzione.

Può essere occasione di conflitto nel momento in cui, ad esempio, il servizio è prestato telefonicamente allo sportello e la banca, non trasmettendo tempestivamente gli ordini nel rispetto della priorità di ricezione, privilegia un cliente a discapito di un altro; oppure quando esiste un incentivo a privilegiare l'interesse di un determinato cliente, ovvero semplicemente quando l'intermediario possiede un interesse distinto da quello del cliente medesimo.

Qualora poi la stessa struttura organizzativa che fornisce il servizio eroghi consulenza in materia di investimenti, è possibile il verificarsi di un conflitto nel caso in cui l'intermediario cerchi di evitare una perdita o realizzare un guadagno a discapito del cliente, ovvero porti un interesse distinto da quello della clientela nel risultato del servizio.

In sintesi, questo servizio espone l'intermediario a situazioni di conflitto di interesse ogniquale volta:

- lo strumento finanziario oggetto del servizio risulti di propria emissione;
- il servizio venga prestato mediante contatto telefonico e/o allo sportello.

Con riguardo alla prima fattispecie di conflitto di interesse (riconducibile alla lett. b) dell'art. 24, Regolamento Congiunto), l'intermediario per gestire efficacemente tale conflitto deve fornire adeguata *disclosure* relativamente alle commissioni ed agli incentivi percepiti; e deve inoltre astenersi dall'effettuare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini per strumenti finanziari di propria emissione. Per quanto invece riguarda la gestione della seconda fattispecie di conflitto (riconducibile alla lettera c) dell'art. 24, Regolamento Congiunto), l'intermediario si può avvalere di appositi codici di comportamento per gli operatori. In particolare deve essere espressamente previsto il divieto di favorire alcuni clienti a scapito di altri nell'attività di trasmissione degli ordini ricevuti.



L'esercizio congiunto di questo servizio con quello di negoziazione per conto proprio, al fine di evitare una perdita finanziaria ovvero di realizzare un guadagno a discapito del cliente, può portare l'intermediario ad eseguire l'ordine di un cliente in contropartita diretta con il portafoglio di proprietà, anziché trasmettere l'ordine ad un *broker* terzo. In questo caso la fattispecie di conflitto di interesse rientra nelle lettere a) e b) dell'art. 24 del Regolamento Congiunto. Per gestire questo tipo di conflitto l'intermediario deve innanzitutto separare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini da quello di negoziazione per conto proprio. In aggiunta deve garantire l'indipendenza del sistema retributivo dei soggetti che prestano il servizio di ricezione e trasmissione di ordini dalle performance conseguite nell'ambito della gestione del portafoglio di proprietà.

Nei casi in cui l'intermediario ritiene che tali misure non sono sufficienti a mitigare il rischio di ledere gli interessi della clientela, fornisce adeguata *disclosure* agli investitori.

Se invece l'intermediario effettuasse congiuntamente i servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti si potrebbe creare una situazione di conflitto di interesse nel caso in cui nell'ambito dell'attività di ricezione e trasmissione venisse erogato, dalla medesima unità organizzativa, anche il servizio di consulenza, valutando le istanze della clientela e le opportunità offerte dal mercato. Si ricadrebbe quindi nelle fattispecie previste dalle lettere a) e b) dell'art. 24 del Regolamento Congiunto. In questo caso l'intermediario potrebbe adottare codici di comportamento che sanciscano l'obbligo per gli operatori che svolgono il servizio di consulenza di agire in modo onesto, equo e professionale e di garantire l'assoluta indipendenza rispetto alle raccomandazioni personalizzate fornite alla clientela. Inoltre, dovrebbe garantire l'indipendenza del sistema retributivo dei soggetti coinvolti nella prestazione del servizio di consulenza, rispetto al numero di ordini intermediati riferibili a specifici emittenti/strumenti finanziari.

### 1.3 NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO

C'è una parte della dottrina che reputa il conflitto di interessi *in re ipsa* all'attività di negoziazione per conto proprio stante il fatto che, *ex art.1, comma 5 – bis*, l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari si svolge in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti"<sup>304</sup>.

L'orientamento maggioritario<sup>305</sup> però afferma che il conflitto emerge solo nel caso in cui si dimostri

---

<sup>304</sup> ACCETELLA (2012), pp. 104 ss., il semplice fatto che la banca si ponga come contropartita diretta del cliente per cui opera, dovrebbe porre l'intermediario nel conflitto di interessi perché non si vede come esso potrebbe perseguire gli interessi del cliente a discapito dei propri.

<sup>305</sup> La stessa Consob con la comunicazione n. DAL/97006042 del 1997 afferma che, in caso di prestazione da parte dell'intermediario del servizio di "negoziazione per conto proprio" non necessariamente ricorre la fattispecie del conflitto di interessi e che una valutazione in merito va fatta "con riguardo alla peculiarità del caso concreto". In particolare, il servizio potrebbe essere prestato "a) sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente", ovvero "b) su

che l'ordine impartito dal cliente è stato influenzato dal suggerimento dell'intermediario al fine di soddisfare interessi diversi da quelli del cliente<sup>306</sup>. In linea generale, le politiche di gestione dei conflitti di interesse redatti dagli intermediari affermano che gli oggetti la cui negoziazione tipicamente crea conflitto sono gli strumenti e i prodotti finanziari emessi dagli intermediari (come i prestiti), quelli emessi da soggetti con i quali intercorrono rapporti, alcune tipologie di titoli obbligazionari (titoli non quotati o illiquidi, esclusi titoli di propria emissione), a dimostrazione del fatto che non è l'attività in sé a generare conflitti, ma la negoziazione di determinati prodotti. L'orientamento richiamato è fatto proprio da una recente giurisprudenza di merito<sup>307</sup>, secondo la quale *"con riferimento alla vendita in contropartita diretta, questa non basta di per sé sola a dar luogo ad un conflitto di interessi, dovendosi altresì verificare altre circostanze, quali, ad esempio, il fatto che la banca avesse nel proprio portafogli un rilevante numero di titoli di quel tipo avendone acquistati in sovrabbondanza al momento della sottoscrizione, che facesse parte del consorzio di collocamento delle obbligazioni, che avesse finanziato (direttamente o per il tramite di una società del gruppo) la società emittente, tutte le situazioni nelle quali l'intermediario potrebbe avere un concreto interesse a trasferire sul cliente il rischio di insolvenza dell'emittente"*<sup>308</sup>. A questa affermazione possono seguire delle precisazioni<sup>309</sup>: non è sempre presente una situazione di conflitto di interessi quando quando l'intermediario vende ad un cliente obbligazioni emesse da una società facente parte di un gruppo cui appartiene quella verso cui l'intermediario è esposto<sup>310</sup>. Perché si verifichi il conflitto deve sussistere contemporaneamente l'interesse dell'intermediario che contrasti con quello del cliente. Seguendo questa impostazione la giurisprudenza<sup>311</sup> ha ritenuto che l'esistenza di una esposizione creditoria di una banca nei confronti di un emittente non determina una situazione di conflitto di interessi nei confronti dell'emittente stesso. La situazione di conflitto di interessi rilevante ai fini di contestazioni è solo quella attuale, ossia una situazione in cui

---

*suggerimento dell'intermediario". La questione della possibile ricorrenza di un'ipotesi di conflitto di interessi si pone, secondo l'Autorità di Vigilanza solo nel secondo caso e, a tal fine, ci si dovrebbe chiedere << se il "suggerimento" non sia solo finalizzato a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, ma anche (o unicamente) alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri >>. dell'intermediario"*

<sup>306</sup> Cfr., *ex multis*, Trib. Piacenza, 30 novembre 2010; Trib. Parma, 18 marzo 2008; Trib. Forlì, 19 giugno 2007; Trib. Milano, 26 aprile 2006; Trib. Mantova, 5 aprile 2005; Trib. Monza, 16 dicembre 2004.

<sup>307</sup> V. Sentenza del Tribunale di Piacenza, 30 novembre 2010.

<sup>308</sup> BENASSI, Trib. Piacenza 30 novembre 2010.

<sup>309</sup> V. Sentenza del Tribunale di Torino, 31 marzo 2009.

<sup>310</sup> App. Torino 31 marzo 2009.

<sup>311</sup> V. Tribunale di Palermo con la sentenza del 25 febbraio 2009. Il Tribunale ritenne che la richiesta di annullamento per conflitto di interessi del contratto di acquisto di azioni di una società collegata alla Parmalat S.p.A., la quale era fortemente indebitata nei confronti della banca (omettendo inoltre le adeguate comunicazioni al cliente) fosse infondata.

l'intermediario effettivamente realizzi un suo interesse in conflitto con il cliente.<sup>312</sup>

Non è ravvisabile una situazione di conflitto di interessi in senso tecnico nell'ipotesi di negoziazione per conto proprio da parte dell'operatore nel caso in cui il titolo mobiliare sia acquistato per la successiva rivendita al fine di ricavarne uno spread oltre il compenso provvigionale<sup>313</sup>; invero la Suprema Corte ha da tempo affermato che il conflitto di interessi ricorre " *quando il rappresentante, anziché tendere alla tutela degli interessi del rappresentato, persegua interessi suoi propri o altrui, incompatibili con quelli del rappresentato di guisa che all'utilità conseguibile dal rappresentante, per se medesimo o per il terzo, segua o possa seguire un danno per il rappresentato. Non costituiscono, pertanto, cause di annullamento del contratto per conflitto di interessi, né la mera convergenza di interessi tra rappresentante e rappresentato, in nome del quale il primo agisca nell'ambito dei poteri conferitigli, né l'uso malaccorto o non proficuo che il rappresentante faccia di tali poteri, concludendo negozi di nulla o scarsa utilità per il rappresentato*"<sup>314</sup>.

Cosa può fare l'intermediario per evitare l'insorgenza di queste situazioni di conflitto? Seguendo il principio di trasparenza l'intermediario può pubblicare quotidianamente i prezzi di riacquisto delle proprie emissioni di prodotti finanziari; inoltre può fornire le informazioni relative alle operazioni concluse nella giornata precedente a quella di osservazione. Infine, l'intermediario può rendere noto ai clienti che esso è emittente dello strumento finanziario oggetto del servizio di investimento mediante apposita *disclosure*, nel caso in cui le misure di gestione adottate non funzionino efficacemente. Nel caso invece in cui il conflitto si genera a causa dell'esercizio congiunto dell'attività di negoziazione per conto proprio e di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, allora la soluzione dell'intermediario potrà essere quella di rendere indipendente il sistema retributivo degli operatori rispetto alle *performances* conseguite dall'intermediario nell'ambito del servizio di collocamento. Inoltre, potrà adottare adeguati codici di comportamento. In questo caso si potrebbe ricadere in una o più delle fattispecie a), b) e d) elencate dal Regolamento Congiunto all'art. 24.

Altra casistica è quella nella quale l'intermediario svolge sia il servizio di negoziazione per conto proprio sia il servizio di consulenza in materia di investimenti<sup>315</sup>. In questo caso, le regole di

---

<sup>312</sup> La sentenza in questione suscita tuttavia dubbi sotto più punti di vista, a partire dal fatto che reputa rilevante il conflitto di interessi effettivo e non solo quello potenziale; sebbene ciò possa sembrare ragionevole, non è tuttavia supportato da alcun principio normativo, dal momento che non solo nella normativa post – MIFID, ma anche in quella precedente, la potenzialità del conflitto o del danno arrecato è pilastro della disciplina.

<sup>313</sup> Trib. Ravenna, 18 ottobre 2011.

<sup>314</sup> Cass. 3 luglio 2000, n. 8879

<sup>315</sup> Ipotesi classica è quella in cui un intermediario svolge il servizio di consulenza in materia di investimenti sulla stessa tipologia di strumenti finanziari sui quali effettua il servizio di negoziazione per conto proprio. L'intermediario potrebbe infatti influenzare le raccomandazioni fornite ai clienti, nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza, perché ha interesse sulle posizioni di

gestione migliori stanno nell'applicazione delle *chinese walls* e nell'indipendenza del sistema retributivo.

## 1.4 COLLOCAMENTO

Altra problematica che caratterizza i soggetti abilitati è l'innata presenza di conflitto di interessi nell'attività di collocamento di titoli, sia esso con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente. Nell'ipotesi di collocamento senza assunzione a fermo ovvero di assunzione a garanzia, l'intermediario non si fa carico dell'esito dell'operazione e assume l'obbligo di *"ricercare presso il pubblico i soggetti interessati alla sottoscrizione o all'acquisto degli strumenti finanziari da collocare: il rischio di insuccesso nel collocamento grava solo sull'emittente"*<sup>316</sup>: esso quindi si troverà in una posizione di terzietà rispetto all'emittente e all'investitore e di conseguenza di maggiore imparzialità, benché anche per questo tipo di operazioni possano sorgere conflitti di interesse legati alle commissioni di collocamento. L'attività di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione a garanzia nei confronti dell'emittente può spingere l'intermediario ad avere interessi distinti da quelli del cliente nel momento in cui gli strumenti collocati siano di propria emissione o qualora egli abbia interesse a collocare gli strumenti poiché emessi da un soggetto con cui si è instaurato un rapporto di credito<sup>317</sup>. E' quindi evidente come l'intermediario avrà tutti gli interessi a vendere il maggior numero di titoli di cui è possessore, per evitare di dovere assumere sui propri libri una grande quota. Infatti, nella prestazione dell'attività di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo l'intermediario si pone dall'inizio del rapporto come controparte del cliente, perseguendo un

---

rischio assunto.

CONSOB, I singoli servizi di investimento. Sebbene la Consob intenda questo servizio come una delle possibili modalità di svolgimento dell'attività di collocamento, è unanimemente riconosciuto come questo comporti un maggior coinvolgimento nell'attività di distribuzione al punto che, a titolo esemplificativo, il Regolamento della Banca d'Italia 4 agosto 2000 richiede per le SIM un capitale minimo maggiore (385.000 euro) nel caso in cui esse intendano prestare (anche congiuntamente) il servizio di collocamento di strumenti finanziari con assunzione a fermo o garanzia, il servizio di gestione di portafogli e quello di ricezione e di trasmissione di ordini, rispetto a quello richiesto per le SIM che intendono prestare esclusivamente il servizio di consulenza.

<sup>317</sup> In merito a ciò, la sentenza del Tribunale di Massa 26 settembre 2008 asserisce che versa in conflitto di interessi *"l'intermediario che faccia parte di un gruppo bancario che sia creditore nei confronti dell'emittente delle obbligazioni collocate e che, mediante il collocamento, ottenga l'effetto di spostare sui propri clienti l'esposizione debitoria dell'emittente medesimo (fattispecie in tema di obbligazioni Cirio)"*. La CONSOB ha inoltre affermato che *"Nel caso in cui, invece, l'intermediario sottoscriva o acquisti egli stesso preventivamente i titoli, o comunque presti una garanzia per la riuscita dell'operazione, assume su di sé il rischio del buon esito dell'operazione. Se dovessero rimanere dei titoli invenduti l'intermediario collocatore ne resterebbe proprietario, se li aveva preventivamente acquistati, ovvero sarebbe obbligato ad acquistarli lui stesso qualora avesse assunto una garanzia in questo senso."*

interesse "diverso e autonomo rispetto a quello dello stesso"<sup>318</sup> e affiancando le problematiche di questa attività a quelle della negoziazione per conto proprio. Qualora questa operazione abbia esito negativo (ossia non siano collocati tutti gli strumenti finanziari presso il pubblico), l'intermediario sarà obbligato a detenere i titoli invenduti; nel tentativo dunque di minimizzare il rischio associato all'acquisizione, l'operatore potrebbe avere interesse ad allocare gli strumenti finanziari presso i portafogli da lui gestiti, prescindendo dagli interessi del risparmiatore. In generale, un intermediario potrebbe ottenere il rimborso del finanziamento erogato mediante i proventi del collocamento. Oggetti in questo caso della collocazione/distribuzione possono essere gli strumenti e i prodotti finanziari emessi dall'intermediario, i prodotti e gli strumenti finanziari, comprese le quote di OICR, i servizi di investimento e i prodotti finanziari a contenuto assicurativo per i quali l'intermediario percepisce utilità da un soggetto diverso dal cliente nonché gli strumenti finanziari emessi da soggetti con i quali l'intermediario ha rapporti di fornitura, le partecipazioni o altri affari<sup>319</sup>. Un'aggravante della situazione è il caso in cui gli strumenti siano collocati da un *pool* consorziato di intermediari che partecipi al contempo alla fase di negoziazione degli stessi; questa fattispecie *"integra appieno un interesse all'esecuzione dell'operazione di investimento che va al di là di quello che sarebbe altrimenti individuabile in qualsiasi altro intermediario autorizzato non vincolato a quei rapporti infragruppo"*<sup>320</sup>.

I conflitti di interesse insiti in questa attività ricadono nelle fattispecie elencate alle lettere a), b), c) ed e) dell'art. 24 del Regolamento Congiunto. Con riferimento all'ultima fattispecie, al fine di scongiurare l'esistenza di incentivi "illegittimi" viene condotta un'attività volta all'individuazione, valutazione e gestione di incentivi pagati all'intermediario da emittenti di titoli terzi. In caso di ammissibilità di tali incentivi, questi sono resi noti ai clienti mediante adeguata *disclosure*. Infine, qualora la medesima struttura organizzativa svolga l'attività di collocamento senza assunzione a fermo né garanzia ed eroghi il servizio di consulenza in materia di investimenti, potrebbe accadere che in seguito della valutazione delle istanze della clientela e delle opportunità offerte dal mercato, l'interesse dell'intermediario sia dominante rispetto a quello del cliente. Gli intermediari potrebbero anche prestare, congiuntamente all'attività di collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, anche quella di consulenza in materia di investimenti. Si potrà avere una situazione di conflitto di interessi quando l'intermediario, allo scopo di favorire il collocamento di strumenti finanziari, potrebbe favorire raccomandazioni personalizzate alla clientela, in modo da limitare l'impatto che la garanzia prestata all'emittente potrebbe avere sul portafoglio di proprietà. Si potrebbe ricadere in una delle fattispecie

---

<sup>318</sup> SARTORI (2004), pp. 347 ss.

<sup>319</sup> BANCA DI ANCONA CREDITO COOPERATIVO.

<sup>320</sup> App. Torino, 4 aprile 2011.

descritte dalle lettere a), b) e c) dell'art. 24 del Regolamento Congiunto.

## 1.5 CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

La prestazione di questo servizio non genera di per sé conflitti di interesse, a meno che tale attività non si associ ad altri servizi di investimento.

Nella consulenza in materia di investimenti si riscontrano problematiche analoghe a quelle che rilevano nella gestione dei portafogli, posto che attraverso la consulenza l'intermediario, pur non effettuando direttamente gli investimenti, suggerisce strategia di acquisto o vendita. Pertanto, l'intermediario potrebbe consigliare strumenti finanziari da lui collocati o negoziati per conto proprio da lui o da società affiliate, emessi da società con cui lui o le società affiliate intrattengono rapporti di finanziamento o di consulenza nonché fondi gestiti dalle società affiliate.

Stesso ragionamento deve essere svolto per la consulenza alle imprese. In proposito possiamo individuare le seguenti situazioni tipiche:

- a) l'intermediario, o le società affiliate, hanno una posizione nel portafoglio di proprietà su titoli emessi da una società *target*
- b) la cui eventuale acquisizione è oggetto della consulenza di impresa prestata a un determinato cliente, ovvero i titoli della società sono inseriti nei portafogli gestiti da società affiliate;
- c) l'intermediario colloca i titoli della società *target*, ovvero presta un servizio di consulenza alle imprese ad altro cliente, del pari interessato all'acquisizione della società *target*, ovvero ha concesso un prestito a questa;
- d) l'intermediario presta una consulenza d'impresa al cliente in relazione a eventuali scissioni o *spin-off* di rami d'azienda, e nel contempo presta consulenza d'impresa ad altro cliente, potenzialmente interessato all'acquisto della società risultante dalla scissione o del ramo d'azienda dismesso;
- e) l'intermediario presta una consulenza d'impresa al cliente, in relazione a un eventuale aumento di capitale, ed è nel contempo incaricato del collocamento delle azioni eventualmente emesse, oppure presta consulenza d'impresa ad altro cliente, interessato a far entrare a far parte della compagine azionaria del cliente.<sup>321</sup>

Come nei servizi di investimento elencati in precedenza, le misure organizzative per la mitigazione di tali situazioni conflittuali stanno principalmente nell'adozione di codici di comportamento, nell'indipendenza del sistema retributivo e nella costruzione di *chinese walls* al fine di evitare scambi di informazioni.

---

<sup>321</sup> Per un'analisi maggiormente dettagliata v. ASSOSIM (2008).

## 2.LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE

Se non è possibile eliminare i conflitti di interesse è necessario gestirli.

Nella legislazione non sono presenti norme dettagliate e prescrittive sulla gestione dei conflitti di interesse, ma principi generali che permettono una notevole autonomia decisionale agli intermediari, in linea con le esigenze dettate dall'evoluzione dei mercati regolamentati; a tal proposito, infatti, la CONSOB si è giustificata asserendo che *"come già dichiarato dal Parlamento, [il legislatore] è consapevole che nell'emanare la regolamentazione non coglierebbe il senso della riforma se alla delegificazione non facesse seguire una deregolamentazione: testi snelli, concepiti come regole di principio più che di una diminuzione precettistica; delega al mercato, alle associazioni e ai singoli soggetti di funzioni che possono essere da essi efficacemente svolte"*<sup>322</sup>.

Gli intermediari, una volta che hanno individuato la classe tipologica (mediante una casistica o mediante criteri *ad hoc* indicati) delle situazioni di conflitto rilevanti, devono adottare una politica di gestione dei conflitti che va scritta e pubblicata<sup>323</sup>. In particolare, una volta elaborata secondo criteri di ragionevolezza e proporzionalità, essa deve essere applicata (necessità di predisporre specifiche funzioni di gestione e di *compliance*) e mantenuta (assoggettata a costante manutenzione in relazione all'evolvere dell'attività dell'intermediario).

Nei vari intermediari la politica di gestione dei conflitti di interesse è differente, per natura e contenuto, a seconda che i conflitti, date le circostanze, siano gravi o lievi. Obiettivo di detta politica è di disciplinare la gestione delle situazioni conflittuali<sup>324</sup>, rappresentando un elemento significativo di trasparenza ed integrità.

In sintesi, al fine di individuare le più appropriate azioni da intraprendere per gestire i conflitti di interesse rilevati in corrispondenza dei servizi di investimento erogati, i soggetti abilitati considerano i seguenti fattori:

- la rilevanza del rischio di ledere gli interessi della clientela;
- il “costo aziendale” delle soluzioni organizzative definite;
- la dimensione e la complessità dell'attività svolta dall'intermediario.

L'art. 23, comma 2 del Regolamento Congiunto dispone che l'intermediario debba "gestire" le situazioni di conflitto di interessi perché ciascuna situazione *"non impedisca (all'intermediario) di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti"*<sup>325</sup>. Pertanto la gestione delle situazioni di conflitto di interessi, operata per lo più con

---

<sup>322</sup> CONSOB, Incontro annuale con il Mercato Finanziario, Milano, discorso del Presidente Padoa Schioppa.

<sup>323</sup> Essa costituisce, infatti, una base documentale rilevante sia ai fini di vigilanza sia ai fini di organizzazione e di controllo interno.

<sup>324</sup> V. ANNUNZIATA (2012), p. 196.

<sup>325</sup> L'indipendenza è il perno delle procedure di gestione, deve essere calibrata sempre in relazione alla finalità di evitare un danno al cliente e declinata sul rapporto fra struttura organizzativa e soggetti rilevanti, il cui “grado di indipendenza appropriato” (art. 23,

misure organizzative, ha per obiettivo quello di "non impedire" all'intermediario di fare il suo dovere, questo significa che l'organizzazione e la gestione debbono costituire, sul piano dell'attività, la premessa affinché all'intermediario sia consentito di fare il suo dovere.<sup>326</sup>

L'art. 25, comma 2, lett. a) del Regolamento Congiunto riduce l'ambito di applicazione del precetto che impone di gestire i conflitti di interessi, perché dispone che la politica di gestione deve riguardare le situazioni di conflitto di interessi "*idonee a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti*".

Dunque, l'intermediario deve esaminare tali situazioni di conflitto attraverso le procedure e misure all'uopo predefinite conformandole alle prescrizioni contenute nei commi 3 e 4 dell'art. 25 del Regolamento Congiunto. Successivamente l'intermediario ha due possibilità: o che dalla gestione tragga la "ragionevole certezza" che il conflitto sia stato domato e quindi è libero di operare; oppure che non consegue la "ragionevole certezza" e quindi non può operare, a meno che non riceva dal cliente, informato, autorizzazione ad operare.

Per quanto riguarda invece i conflitti "lievi" l'intermediario, ai sensi dell'art. 21, comma 1 – bis, TUF e dell'art. 23, comma 2, Regolamento Congiunto<sup>327</sup> ha comunque l'obbligo di gestirli.

La differenza rispetto ai conflitti ritenuti gravi<sup>328</sup> è che non vige l'obbligo di gestire tali situazioni di conflitto secondo procedure e misure definite e non c'è l'obbligo di documentarne la venuta esistenza nel Registro prescritto dall'art. 26 del Regolamento Congiunto. L'intermediario però, dovrà obbligatoriamente gestire i conflitti di interesse "lievi" secondo criteri che è libero di scegliere, ma che deve stabilire e riportare nella politica di gestione<sup>329</sup>.

Quindi, in termini generali, se il conflitto è grave l'intermediario ha il dovere di gestirlo, mediante le procedure e le misure al fine preordinate. Se il conflitto è lieve, la sua gestione è, per l'intermediario un onere: ha facoltà di dire che non lo sottoporrà ad alcune delle procedure e misure previste ed ha facoltà di dire che intende correre il rischio (patrimoniale e reputazionale) che tale operazione danneggi il cliente<sup>330</sup>. Seguendo questa impostazione, c'è da chiedersi se l'intermediario può

---

comma 3, Regolamento Congiunto) deve essere "*non impedito*" (art. 23, comma 2, Regolamento Congiunto) dalle misure organizzative. Cfr. ANTONUCCI (2009), p. 9 ss.

<sup>326</sup> V. MAFFEIS (2008), pp. 321 ss.

<sup>327</sup> Tale obbligo viene assolto secondo le modalità che l'intermediario stesso, nella sua autonomia, stabilisca, a norma dell'art. 25, comma 1, Regolamento Congiunto, formulando per iscritto la propria *policy* di gestione.

<sup>328</sup> V. SCOTTI CAMUZZI (2011), p. 31 ss.

<sup>329</sup> Facendo esempi estremi, l'intermediario è libero di allestire un'organizzazione e stabilire misure di gestione valide per tutti i conflitti (gravi e lievi); dal lato opposto, è libero di ridurre la gestione dei conflitti alla regola: mi astengo dall'operare a meno che il cliente, informato, mi autorizzi. La dottrina su questa impostazione è discordante: ANNUNZIATA (2012), p. 146, nega questa impostazione, mentre SCOTTI CAMUZZI (2011), p. 41, afferma che nulla vieta all'intermediario di adottare un simile modello di gestione, in quanto è libero di scegliere la propria politica di gestione dei conflitti.

<sup>330</sup> V. SCOTTI – CAMUZZI (2011), p. 41.



adottare una politica di gestione dei conflitti di interessi “gravi” astenendosi sempre e comunque dall'operare, a meno che il cliente, informato, lo autorizzi. La risposta che arriva dalla dottrina è affermativa<sup>331</sup>.

Secondo l'art. 25, comma 3 del Regolamento Congiunto, la gestione dei conflitti ha come obiettivo immediato di garantire l'indipendenza dei funzionari dell'intermediario addetti alle operazioni<sup>332</sup>. Il legislatore con questa norma ha voluto affermare che il soggetto rilevante non deve essere costretto dalle funzioni che gli sono state affidate ad agire in conflitto. In aggiunta c'è da dire che deve essere la stessa politica di gestione dei conflitti ad impedire all'operatore di agire in modo non indipendente; questa deve fare in modo che, attraverso le procedure e le misure adottate, all'operatore non sia impedito di optare per l'interesse del cliente<sup>333</sup>.

L'elaborazione di queste politiche di gestione comporta un costo ingente per la società, in particolar modo quando si manifestano più conflitti da gestire simultaneamente, è per questo che l'adozione deve essere fatta in misura proporzionata e appropriata alla natura, alla dimensione e complessità dell'attività della società e del gruppo<sup>334</sup>, considerando obiettivamente quale sia l'entità del rischio di danno che un determinato conflitto può arrecare ai clienti della società. L'approccio flessibile alla gestione dei conflitti di interesse risponde all'esigenza di evitare l'imposizione di misure che per talune realtà potrebbero risultare eccessivamente rigide e costose, soprattutto in termini di implementazione ed, al contempo, meglio si adatta a modelli finanziari di *business* variegati sottoposti ad un continuo processo di evoluzione<sup>335</sup>.

Ai sensi dell'art. 25, comma 2, ferme restando le specificità di ciascuna impresa di investimento, la politica di gestione dei conflitti di interesse deve quanto meno contenere:

1. l'identificazione, con riferimento ai servizi, alle attività di investimento e ai servizi accessori

---

<sup>331</sup> In particolare, ANNUNZIATA (2012) p. 147, riconosce che l'astensione è essa stessa una tecnica di gestione

<sup>332</sup> Idea già espressa, con riferimento a tutti i conflitti, nell'art. 23, comma 2, Regolamento Congiunto. Comunque, non è che i conflitti che comportano danno non grave siano irrilevanti; essi sono rilevanti ai fini della relazione con il cliente. Non sono rilevanti al fine della normativa di organizzazione interna, in quanto il relativo obbligo imposto all'intermediario (di munirsi di procedure e di strutture idonee a gestirli) sorge soltanto limitatamente ai conflitti che comportano il rischio di danneggiare gravemente i clienti; cfr. RESTUCCIA (2012), p. 10.

<sup>333</sup> A tal proposito, ANTONUCCI (2009), p. 15, precisa che l'indipendenza deve essere declinata sul rapporto fra struttura organizzativa e soggetti rilevanti, il cui “*grado di indipendenza appropriato*” deve essere “*non impedito*” dalle misure organizzative.

<sup>334</sup> Se l'impresa di investimento che realizza la politica in questione appartiene ad un gruppo, detta politica deve tenere conto anche delle potenziali situazioni di conflitto derivanti dalla struttura e dalle attività svolte dalle altre società del gruppo. Lo stesso CESR, nell'ipotesi in cui l'intermediario è parte di un gruppo, specifica come la politica deve tenere conto delle dimensioni, della struttura e del business delle altre entità appartenenti al gruppo. V. CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates, Markets in Financial Instruments Directive, Feedback Statement, gennaio 2005; BONZANINI – RAVASIO (2007), p. 167.

<sup>335</sup> CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates, Markets in Financial Instruments Directive, Feedback Statement, Gennaio 2005.

prestati, delle circostanze che possono generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti;

2. le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire i conflitti individuati.

Gli intermediari devono essere in grado di saper graduare il numero e il tipo di misure da adottare in funzione dell'entità del rischio di danno ai clienti che un determinato conflitto comporta e in considerazione del costo per l'intermediario per l'adozione di procedure.

La scelta concreta delle misure da predisporre deve essere orientata dai due seguenti criteri – guida<sup>336</sup>:

- a) quanto più grave è il rischio di danno ai clienti tanto più impegno e risorse si potrà pretendere che l'intermediario impieghi nella predisposizione di idonee misure di gestione;
- b) quanto maggiore è il costo dell'adozione di determinate misure tanto meno facilmente si potrà pretendere che quelle misure siano adottate dagli intermediari o che più misure siano adottate per gestire uno stesso conflitto.

L'art. 25, comma 4 del Regolamento Congiunto prevede un elenco, a puro titolo esemplificativo, delle misure utilizzabili per rendere indipendenti i soggetti rilevanti<sup>337</sup>, pur non mancando di raccomandare la predisposizione di qualunque altra e diversa misura che sia appropriata, in base alla circostanze del caso concreto.

Nella nostra prospettiva di indagine sembra significativo l'aspetto dell'onerosità di dette misure.

Infatti, come è già stato illustrato, non tutte le misure hanno lo stesso costo, è quindi possibile fare una prima bipartizione di massima tra misure relativamente poco onerose e misure che richiedono un sacrificio maggiore. Tra le misure relativamente poco onerose rientrano:

- a) vigilanza separata;
- b) retribuzioni indipendenti;
- c) misure atte ad impedire influenze indebite.

Tra le misure più onerose rientrano<sup>338</sup>:

- a) divieto di partecipazione simultanea a più servizi;
- b) barriere informative;
- c) divieto di effettuare operazioni in conflitto;
- d) *restricted list* e *watch list*.

Infine, l'intermediario consegnerà la propria politica di gestione dei conflitti preliminarmente alla stipula del contratto sui servizi di investimento che originano un conflitto di interesse.

Ed è previsto che la politica di gestione dei conflitti sia nel tempo aggiornata al variare delle

---

<sup>336</sup> V. ASSOSIM (2008).

<sup>337</sup> Come già abbiamo avuto modo di vedere nel capitolo precedente.

<sup>338</sup> Queste misure organizzative sono già state approfondite nel capitolo 2, a cui si rinvia per la loro descrizione.

fattispecie di conflitto di interesse rilevate ovvero di circostanze in grado di inficiare l'efficacia delle misure adottate per evitare il pregiudizio ai clienti.

## 2.1 IL REGISTRO DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO

Come descritto nei paragrafi precedenti, all'intermediario non è demandato solo il compito di gestire le situazioni di conflitto di interesse già esistenti, ma anche quello di predisporre misure per individuare/gestire nuove situazioni di conflitto di interessi che dovessero manifestarsi.

A tal proposito, l'art. 26 del Regolamento Congiunto attua la regola comunitaria, contenuta nell'art. 23 della direttiva Mifid di II livello, che prevede l'obbligo di istituire un registro nel quale annotare *“le situazioni nelle quali sia sorto o, nel caso di un servizio o di attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti”*.

La finalità di tale registro è, da un lato funzionale all'adempimento degli obblighi di organizzazione; dall'altro, all'attività di verifica e controllo<sup>339</sup>. Sotto il primo profilo, il registro deve “fotografare” le situazioni pericolose per agevolare l'identificazione dei conflitti rilevanti e la loro adeguata gestione; sotto il secondo profilo, il registro offrirebbe una prima indicazione delle attività maggiormente esposte al rischio di conflitto, sulle quali il sistema dei controlli, sia interni, sia esterni all'intermediario, dovrebbe appuntare la propria attenzione<sup>340</sup>. Inoltre, la direttiva MIFID di I livello, all'art. 13, par. 6, prevede l'obbligo di tenuta di *“registrazioni sufficienti atte a consentire all'autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti stabiliti dalla presente direttiva”*, questo può far pensare che il registro delle situazioni di conflitto di interessi sia anche uno strumento utile ai fini della vigilanza<sup>341</sup>.

In concreto, il registro costituisce “l'archivio storico” di tutti i conflitti di interesse, connessi all'erogazione dei singoli servizi di investimento, emersi a partire dalla sua istituzione.

C'è però il pericolo che, a causa del riferimento ai conflitti anche solo “potenziali” che figura nell'art. 26 del Regolamento Congiunto, il perimetro della norma sia assai poco definito. C'è inoltre il rischio che il registro si risolva in un'inutile ripetizione della politica di identificazione e di gestione dei conflitti. Per questo sembra preferibile la tesi che vuole che il registro accolga l'identificazione dei conflitti maggiormente “pericolosi”.

La corretta gestione del registro dei conflitti presuppone efficaci procedure di comunicazione tra la funzione di *compliance*, che ha il compito di amministrare il registro, e le unità organizzative del soggetto abilitato preposte all'erogazione dei servizi, o in possesso di informazioni privilegiate, che

---

<sup>339</sup> V. ANNUNZIATA (2012), p. 201.

<sup>340</sup> Come già abbiamo avuto modo di vedere nel capitolo precedente, nel paragrafo riguardante la funzione *compliance*.

<sup>341</sup> A sostegno di questa tesi ANTONUCCI (2009) pp. 9 ss.

potrebbero dar luogo a situazioni di conflitto lesive degli interessi dei clienti, affinché possa essere aggiornato con tempestività.

In ultima istanza, le situazioni di conflitto di interessi identificati ed iscritti nel registro vengono monitorate dall'organo di supervisione strategica generalmente con frequenza almeno annuale e in via eccezionale in occasione di mutazioni della compagine del gruppo o dell'intermediario, specialmente quando quest'ultimo si accinge ad iniziare nuove attività.

### 3. INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

La normativa indica due tipi di informativa ai clienti in relazione ai conflitti di interesse: la prima è la descrizione della politica in materia di conflitti di interesse, ai sensi dell'art. 29 del Regolamento Intermediari n. 16190; mentre l'altra è la *disclosure* al cliente dei conflitti non efficacemente gestiti, ai sensi dell'art. 23, comma 3 del Regolamento Congiunto.

Ai sensi dell'art. 29 del Regolamento Intermediari occorre fornire una "*descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interesse*"<sup>342</sup>.

Solitamente, i soggetti abilitati, si limitano ad una descrizione sommaria e di carattere generale<sup>343</sup>. Tale informativa viene consegnata preliminarmente all'erogazione del servizio di investimento che origina un conflitto di interesse. Questa non costituirà un'autorizzazione a procedere, ma una semplice comunicazione preventiva di cui il cliente deve tenere conto per decidere consapevolmente.

Inoltre, i soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 29, comma 1, lett. l, del Regolamento Congiunto, su richiesta mettono a disposizione della propria clientela maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse.

Invece, ai sensi dell'art. 23, comma 3 del Regolamento Congiunto, solo nei casi in cui le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere gli interessi dei clienti sia evitato, si dovranno informare i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti, affinché essi, muniti delle necessarie informazioni, possano prendere una decisione in ordine alla opportunità di eseguire o meno una determinata operazione

---

<sup>342</sup> Gli obblighi informativi hanno la funzione di rendere consapevole il cliente: questa considerazione ha portato il Tribunale di Salerno (sentenza n. 2558 del 2009) a concludere che le comunicazioni non devono contenere un'analisi esaustiva di tutte le caratteristiche dei titoli, ma solo quelle essenziali, senza però limitarsi a nozioni generiche. La stessa sentenza però sostiene che l'intermediario abbia "doveri di informazioni ancora più penetranti e circostanziati, donde una responsabilità ancora maggiore ove vi venga meno", nelle situazioni in cui è ipotizzabile un conflitto di interessi a seguito di un'emissione di strumenti proposti al cliente.

<sup>343</sup> Il CESR nel Technical Advice del 2005 precisò che la comunicazione non poteva limitarsi alle informazioni di base e doveva essere equilibrata alle caratteristiche del servizio o dello strumento, ma al tempo stesso non doveva avere un carattere troppo dettagliato affinché fosse compresa dalla clientela *retail*.

con l'intermediario tenuto conto dei conflitti esistenti<sup>344</sup>.

Tale informativa è dovuta a tutti i clienti, con forme graduate in relazione alla natura del cliente (art. 23, comma 4, Regolamento Congiunto).

La *disclosure* è quindi l'ultima *ratio*<sup>345</sup>. Fare questa operazione significa ammettere che le misure adottate per gestire il palesato conflitto non sono efficaci. Il che apre la strada alla verifica se l'intermediario abbia davvero fatto almeno quanto fosse ragionevole pretendere.

La *disclosure*, inoltre, assume una valenza diversa da quella che possedeva in base al previgente sistema regolamentare; essa, infatti, anziché essere dovuta, diviene con la disciplina attuale una misura residuale ed aggiuntiva rispetto ai presidi interni<sup>346</sup>. C'è, infatti, una svalutazione del ruolo della trasparenza, a tutto vantaggio del ruolo dei presidi organizzativi interni<sup>347</sup>.

Si apre qui un'importante questione che è lasciata irrisolta dal Regolamento Congiunto:

l'informazione e la decisione informata possono/devono avere per oggetto la singola operazione?

Se accettassimo la risposta affermativa allora si ammetterebbe che serva il consenso per ogni tipo di operazione, anche quelle foriere di potenziali conflitti. Si può fare riferimento a “situazioni tipiche”, specificamente indicate; si autorizzerebbero quindi tutte le operazioni riconducibili a siffatte situazioni tipiche di conflitto<sup>348</sup>.

---

<sup>344</sup> A differenza della legislazione previgente dove l'intermediario si esimeva dal compiere l'operazione.

<sup>345</sup> A detta di MAIMIERI (2010) si tratta di una "*dichiarazione quasi confessoria dell'intermediario circa l'insufficienza delle misure organizzative ad evitare danni*", cit., p. 66.

<sup>346</sup> La disciplina previgente era imperniata sull'obbligo di *disclosure* anteriore alla singola operazione. Questa disciplina aveva il vantaggio di rendere agevole per il cliente la contestazione dell'inadempimento da parte dell'intermediario ai propri obblighi. Era infatti sufficiente allegare l'esistenza di un conflitto d'interessi e la mancata comunicazione del medesimo prima del compimento di un'operazione per far incombere sulla controparte l'onere di dimostrare o che la comunicazione vi è effettivamente stata o che l'intermediario non ha in realtà danneggiato il cliente. Nella nuova disciplina, invece, l'intermediario potrà “inondare” il cliente di dichiarazioni di conflitto di interesse all'inizio del rapporto, per poi operare in conflitto nel corso del medesimo. Quindi se un'operazione in conflitto danneggerà il cliente, questi dovrà dimostrare o che la *disclosure* era stata insufficiente, in quanto troppo generica o che l'intermediario, agendo così ha violato i propri obblighi. Cfr. ENRIQUES (2004).

Inoltre, è da ricordare che, come descritto nel capitolo 1, con l'avvento della direttiva MIFID, la *disclosure* diventa obbligatoria per tutte le categorie di clientela e non solo per quella *retail*.

<sup>347</sup> V. ANNUNZIATA (2012), p. 233.

<sup>348</sup> A tale proposito, il documento dell'ABI datato 18 ottobre 2007 di risposta alla consultazione della Banca d'Italia e della Consob sulla regolamentazione congiunta di recepimento della MIFID propone, a p. 14, l'adozione dei seguenti criteri:

*"per gli eventuali conflitti di interessi relativi al servizio di collocamento (con o senza assunzione a fermo), vista la specificità di tali situazioni di conflitto, l'informativa dovrà essere resa in occasione di ogni singola operazione;*

*per gli eventuali conflitti relativi alla prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti, ricezione e trasmissione degli ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, negoziazione per conto proprio, generalmente meno rilevanti rispetto alla casistica precedente, pare sufficiente un'informativa resa a livello contrattuale;*

*per gli eventuali conflitti relativi alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, vista la concreta impraticabilità di un'informativa resa su ogni singola operazione ed in coerenza con quanto previsto nella normativa previgente, l'informativa potrà essere contenuta nel contratto".*

Dalla lettura delle norme<sup>349</sup> si evince che la decisione del cliente verte sul punto se, data la situazione di conflitto denunciata, l'intermediario sia autorizzato a prestare il servizio o debba astenersene. Il punto quindi diventa<sup>350</sup>: tale decisione informata consiste in un'autorizzazione data dal cliente informato all'intermediario, a compiere l'operazione nonostante il conflitto di interessi, mancando la quale, l'intermediario deve astenersi dall'operare? La risposta data dalla dottrina, come è già stato spiegato nel capitolo 1 è affermativa.

L'informativa in questione è fornita su un supporto duraturo consegnato prima di agire per conto dei clienti ovvero secondo altre modalità qualora la società lo ritenga necessario<sup>351</sup> (es. trasmissione telematica: se l'operazione è avvenuta telefonicamente, la conversazione deve rimanere incisa su nastro magnetico).

Peraltro, sembra registrarsi una certa convergenza di opinioni anche in ordine alle conseguenze che le violazioni degli obblighi di informazione. Emblematica, in proposito, è sentenza della Corte di Cassazione del 29 settembre 2005, n. 19024<sup>352</sup>.

Nel caso di specie, il cliente, come conseguenza delle violazioni commesse dall'intermediario, chiedeva la nullità dei contratti riguardanti le singole operazioni di investimento per contrarietà

---

<sup>349</sup> Facciamo riferimento: all'art. 21, comma 1 – bis, TUF, il quale dice che l'informazione dovuta al cliente verte sulla natura generale e/o sulle fonti dei conflitti di interesse; all'art. 23, comma 3, Regolamento Congiunto, il quale specifica che la decisione informata del cliente ha per oggetto i servizi prestati.

<sup>350</sup> V. SCOTTI CAMUZZI (2011), pp. 121 ss.

<sup>351</sup> L'aggettivo "duraturo" indica un supporto che permette al cliente di conservare le informazioni, di poterle agevolmente recuperare entro un determinato arco di tempo e nello stesso la riproduzione non subisca mutamenti. In tali strumenti si ricomprendono i floppy disk, i CD – ROM, i DVD e il disco rigido del computer del cliente. Il Technical Advice specifica poi che non sono compresi nella definizione i siti internet. L'art. 36 del Regolamento Intermediari inoltre specifica che per supporto duraturo si intende tanto quello cartaceo quanto uno diverso a condizione che la modalità risulti appropriata al contesto in cui avverranno le trattative tra intermediario e cliente e a condizione che nel momento in cui si è data la facoltà di scegliere il supporto che più gli si è appropriato, il cliente scelga il secondo. Se poi lo strumento in questione è un sito internet, devono ricorrere alcune condizioni: l'utilizzo dello strumento deve richiedere appropriato contesto (poco appropriato ad esempio potrebbe essere il richiedere ad un anziano di accedere al sito internet per consultare l'informativa), il cliente deve acconsentire a reperire autonomamente le informazioni (non può pretendere che l'intermediario gli fornisca un computer con il quale accedere al sito internet), al cliente viene inviato elettronicamente (*conditio sine qua* non è quindi la facoltà del cliente di accedere regolarmente a internet, prova ne sarà l'e – mail che esso fornirà all'intermediario), l'indirizzo del sito per tutto il periodo in cui ragionevolmente il cliente può averne bisogno.

<sup>352</sup> La vicenda che ha dato origine alla pronuncia si pone nei seguenti termini: un cliente aveva stipulato con la banca intermediaria un contratto avente ad oggetto la prestazione di uno o più servizi di investimento (nel caso di specie l'acquisto o, a seconda dei casi, la vendita a termine di valuta estera). Pendente il rapporto, il cliente si è rivolto all'autorità giudiziaria lamentando la violazione, da parte della banca, di alcuni obblighi informativi previsti dalla normativa in tema di intermediazione finanziari allora vigente (nel caso di specie quelli previsti dall'art. 6, comma 1, legge n. 1, 1991). La banca non aveva trasmesso al cliente il documento informativo contenente l'indicazione e la descrizione dell'attività svolta, non gli aveva consegnato il contratto quadro e non gli aveva fornito informazioni adeguate "sulla natura e sui rischi delle operazioni". Aveva, anzi, consigliato al cliente di effettuare operazioni con un alta frequenza e aveva effettuato tali operazioni in proprio, ponendosi direttamente quale sua controparte contrattuale, senza il suo consenso.

degli stessi a norme imperative ex art. 1418 c.c..<sup>353</sup>

La Corte di Cassazione individuò una soluzione nuova, coerente con il sistema delle sanzioni: se l'intermediario, violando gli obblighi di informazione durante la fase delle trattative e di formazione del contratto, ha cagionato danno all'investitore, egli sarà tenuto al risarcimento ex art. 1337 c.c.. Se, invece, l'intermediario ha violato gli obblighi di informazione relativi alla fase esecutiva del contratto, l'investitore potrà chiedere il risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 1218 c.c. e eventualmente anche la risoluzione del contratto di investimento per inadempimento dell'intermediario, qualora ne sussistano i presupposti (art. 1453 c.c.).

Sul punto sono intervenute le Sezioni Unite, con sentenza del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725 confermando, in armonia con una parte della giurisprudenza, che:

- a) la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti abilitati può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione;
- b) può dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento e disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria;
- c) in nessun caso la violazione dei doveri di informazione può determinare la nullità del contratto di intermediazione.

#### **4. DIVIETO DI AGIRE IN SITUAZIONI DI CONFLITTO**

La regolamentazione non legittima l'esecuzione dell'operazione ad ogni costo. L'obbligo di astensione in presenza di pericolo di danno si ricava in via interpretativa dalla necessità della previa

---

<sup>353</sup> La sentenza che per prima ha accolto la domanda di nullità fu quella del Tribunale di Mantova del 18 marzo 2004. La quale dichiarò che i principali obblighi di informazione gravanti sugli intermediari finanziari sono “*da considerarsi norme imperative ex art. 1418 c.c. In considerazione degli interessi tutelati e della natura di siffatti interessi*” e che quindi la loro violazione ha come conseguenza la nullità del contratto. Alla suddetta pronuncia ha fatto seguito la sentenza del Tribunale di Firenze del 30 maggio 2004. Della stessa opinione erano le sentenze: Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004; Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004; Tribunale di Monza, 27 gennaio 2005; Tribunale di Palermo, 16 marzo 2005.

Altro gruppo di pronunce hanno condannato l'intermediario al risarcimento dei danni subiti dal cliente: secondo il Tribunale di Roma, i doveri posti a carico dell'intermediario hanno natura di obbligazioni di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato in base al criterio della specifica diligenza richiesta a chi svolge attività professionale ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c.. Nello stesso senso: la pronuncia del Tribunale di Taranto del 27 ottobre 2004, quella del Tribunale di Genova del 15 marzo 2005 e la sentenza del Tribunale di Milano del 25 luglio 2005. Per un'ampia descrizione di queste sentenze e per una ricostruzione degli orientamenti giurisprudenziali v. MORELATO (2006) p. 1616 ss., PROSPERI (2008) p. 936 ss.

informazione<sup>354</sup>: se, una volta informato della situazione di conflitto, l'investitore non concede l'autorizzazione dall'operare, l'intermediario non deve compiere l'operazione. Inoltre, la giurisprudenza, attraverso le sentenze nn. 26724 e 26725 delle Sezioni Unite, hanno chiarito che la sanzione per la violazione da parte dell'intermediario dell'obbligo di astensione, in presenza di una situazione di conflitto di interessi, è il risarcimento delle perdite, dato che l'operazione non avrebbe dovuto essere compiuta.

Inoltre, gli intermediari devono astenersi dal compiere un'operazione quando sono in difetto di organizzazione<sup>355</sup>.

E' prassi comune credere che quando un conflitto di interesse arreca con sufficiente certezza un danno al cliente l'intermediario non è legittimato a svolgere quel servizio o attività<sup>356</sup>. La norma potrebbe essere aggirata attraverso la concessione dell'autorizzazione del cliente ad operare. Atto che dimostrerebbe l'idoneità dell'operazione al miglior soddisfacimento del cliente, a prescindere dall'esistenza di un interesse conflittuale dell'intermediario.

## 5. L'ONERE DELLA PROVA NEI GIUDIZI DI RESPONSABILITA'

Il seguente paragrafo ruota principalmente intorno all'art. 23, comma 6 del TUF, il quale afferma che *“spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova”* quando cagionano danni al cliente nella prestazione di servizi di investimento e di quelli accessori. L'unico modo in cui l'intermediario può difendersi dalle accuse di responsabilità mosse dai clienti nei casi in cui questi abbiano subito perdite è quello di provare di *“aver agito con la specifica diligenza richiesta”*. Ci si occuperà quindi di capire che cosa significhi agire *“con la specifica diligenza richiesta”* e di come l'intermediario possa dimostrarlo<sup>357</sup>.

Grazie alla nascita dei c.d. “contratti quadro” le problematiche circa le azioni che i clienti, siano essi al dettaglio, professionali o qualificati, sono soliti promuovere contro gli intermediari finanziari sono state ridotte nel corso degli ultimi anni<sup>358</sup>. Mediante i sopradetti contratti quadro vengono

---

<sup>354</sup> Così come accadeva ai sensi degli artt. 27 e 29 del Regolamento 11522 del 1998, v. MAFFEIS (2008), p. 256.

<sup>355</sup> V. MAFFEIS (2008), p. 256.

<sup>356</sup> Scrive BELTRAMI (2007), p. 324, a proposito: *“La Borsa di Londra ha, ad esempio, emanato un Model Code per le società quotate, in base al quale per determinati periodi ( c.d. close periods) prima della pubblicazione di un rapporto sono impediti operazioni ai manager”*.

<sup>357</sup> Questa impostazione è rimasta invariata negli anni, come prova del costante intento del legislatore di tutela della controparte debole; SCOTTI CAMUZZI (2011) a pag. 329 osserva che: *“il riparto dell'onere della prova rimane quello che era: sta a carico dell'intermediario l'onere di provare che il conflitto fu ben gestito, e che non ebbe nessuna colpa nel credere che tale gestione avesse sortito all'esito di neutralizzare il pericolo che il conflitto nuocesse al cliente”*.

<sup>358</sup> Si fa riferimento ai diversi casi accaduti nel corso di questi anni, come ad esempio le azioni di responsabilità che i risparmiatori



regolati per iscritto gli obblighi degli intermediari, di modo che il cliente possa conoscere gli obblighi e le responsabilità gravanti in capo all'intermediario e le caratteristiche proprie dei servizi e delle attività che si accinge a sottoscrivere.

A tutto quanto sopradetto deve essere aggiunta una novità introdotta dalla direttiva MIFID e cioè il più volte riferito obbligo dell'intermediario di informare chiaramente il cliente della natura generale e/o delle fonti dei conflitti qualora non sia possibile prevenire il danno dell'interesse del cliente.

Alcuni autori hanno tuttavia criticato questa forma di trasparenza prevista dalla MiFID, obiettando che essa rischia di assumere non tanto i profili di tutela della controparte debole ma l'aspetto di *“lasciapassare o esenzione da responsabilità per il compimento di un'attività di investimento per la clientela in conflitto di interessi”*<sup>359</sup>

E' chiaro che la facoltà in capo all'intermediario, di informare il cliente in merito ai conflitti di interesse, senza avere tuttavia l'obbligo legale di astenersi dall'operare in situazioni di conflitto fino a quando non sopraggiunga l'autorizzazione da parte di quest'ultimo<sup>360</sup>, comporta un minor grado di responsabilità in capo all'intermediario stesso qualora si verificasse l'evento negativo.

Ad oggi, la giurisprudenza e la dottrina sono concordi nel considerare la responsabilità dell'intermediario non più contrattuale ex art. 1218 c.c., bensì come extracontrattuale ex art. 2043 c.c.. Tale considerazione muove dal fatto che il fatto che l'intermediario, essendosi macchiato di *“avere accertato erroneamente, o di aver omissso di accertare, che la situazione di conflitto non aveva condizionato l'operazione”*<sup>361</sup>; pone in essere una condotta alla stregua di quanto previsto dalla legge per le attività pericolose effettuate dagli imprenditori<sup>362</sup>.

---

hanno promosso nei confronti degli intermediari che gli hanno venduto titoli Parmalat e obbligazioni argentine.

<sup>359</sup> PRESTI, RESCIGNO (2007), cit., p. 35.

<sup>360</sup> La disciplina prevalente, V. MAFFEIS (2008), considera questo comportamento desumibile in via interpretativa.

<sup>361</sup> SCOTTI CAMUZZI (2011), cit., p. 327.

<sup>362</sup> Art. 2050 c.c.. Le tendenze giurisprudenziali attribuiscono all'agente attività pericolose una responsabilità oggettiva e quindi legata allo svolgimento dell'attività pericolosa. Si introduce quindi il principio del nesso causale tra il fatto compiuto e il danno causato, per cui l'agente è responsabile ogniqualvolta all'azione (o l'omissione della stessa) consegue un danno, anche nel caso in cui egli abbia adoperato la massima diligenza richiesta dalla norma. Conseguentemente a questa impostazione, *“la prova liberatoria di aver adottato tutte le misure idonee atte ad evitare i danni non deve tanto riguardare le modalità del fatto causativo il sinistro, quanto piuttosto vertere sulle modalità di organizzazione dell'attività pericolose le quali devono apparire idonee a prevenire gli eventuali danni”*. GENTILINI (2008), cit., p.3.

Per ulteriori approfondimenti si rinvia a DE NOVA (2005), p. 875, il quale afferma che considerare la responsabilità dell'operatore finanziario contrattuale o extracontrattuale è un'impostazione sbagliata: *“la responsabilità contrattuale non è titoli che consenta rimedi adeguati per il danneggiato”*, mentre la responsabilità extracontrattuale ha dei limiti operativi, che sono individuati nel requisito della colpa e nel nesso causale. Per questo l'autore pensa che sia più giusto imputare all'operatore finanziario la responsabilità per l'esercizio di attività pericolose. Questa norma introduce una pena che, a detta dell'autore, è più puntuale per il reato di cui si sta parlando. Infatti, *“chi cagiona danno ad altri nello svolgimento di un'attività pericolosa, per sua natura o per la natura dei mezzi adoperati, è tenuto al risarcimento, se non prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno”*. In questo caso, quello che conta, è il fatto oggettivo che non sono state adottate le misure necessarie per

La dottrina, per la corretta applicazione del rimedio di responsabilità pone l'attenzione sulla presenza della colpa o del dolo nelle operazioni viziate da conflitto. Su questo punto, alcuni autori che consideravano i doveri di comunicazione alla stregua di veri e propri obblighi precontrattuali, idonei quindi ad esigere da parte dell'intermediario un comportamento secondo buona fede, ex art. 1337 c.c., erano dell'opinione che ogni qualvolta la buona fede fosse venuta meno, tale comportamento sarebbe dovuto essere qualificato doloso. A oggi, tuttavia, non è possibile sostenere la necessaria corrispondenza tra mancanza della comunicazione delle situazioni di conflitto e il dolo (o la colpa di colui che pone in essere tali condotte): la dottrina principale osserva che il dolo non è un presupposto del comportamento in conflitto di interessi né nella fattispecie disciplinata dall'art. 1394 c.c., né dalla disciplina speciale in tema di prestazione di servizi e di attività di investimento. Questo perché non c'è ragione di credere che l'intermediario sia sempre perfettamente consapevole della situazione di conflitto ovvero sussista la volontà di arrecare un danno al cliente da parte di quest'ultimo. In aggiunta, affermando che la violazione del dovere di informazione dà adito a responsabilità contrattuale e non a quella precontrattuale, l'art. 1337 c.c. non ha più ragione di essere richiamato.

In conclusione l'intermediario non può essere responsabile per comportamenti dolosi o colposi posti in essere. Quindi per dimostrare l'estraneità dalla responsabilità non basta l'assenza di dolo nell'operazione, in quanto la prova di diligenza deve essere fornita in un altro modo<sup>363</sup>.

L'intermediario deve opporre la prova di avere agito con la specifica diligenza prevista per l'operatore professionale<sup>364</sup>, così come è disposto in via speciale dall'art. 23 TUF e dai Regolamenti di attuazione i quali dispongono che *“l'intermediario che abbia un interesse proprio nell'operazione è presunto farla nell'interesse suo, quand'anche il cliente ne potesse soffrire il danno; ma che è ammesso a provare il contrario”*<sup>365</sup>. L'intermediario, nel dimostrare di avere usato la diligenza prevista deve provare di aver valutato quella “ragionevole certezza” che deve essere presente per non procurare danno al cliente. Sul concetto di “ragionevole certezza” ci sono però alcuni punti di divergenza: secondo una prima interpretazione della giurisprudenza<sup>366</sup> la correttezza dell'applicazione del criterio sopradetto può essere dimostrata provando che l'operazione in

---

evitare il danno e non la colpa dell'imprenditore nel non averle adottate. Viene però da chiedersi se la prestazione di servizi di investimento può essere considerata un'attività pericolosa. L'autore risponde a questa domanda affermando che *“l'attività dell'operatore finanziario, (...), non è sempre attività pericolosa, ma può esserlo, se è pericoloso lo strumento finanziario”*.

<sup>363</sup> V. MAFFEIS (2004), pp. 253 ss.

<sup>364</sup> Art. 1176 c.c.: *“Nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia. Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività”*.

<sup>365</sup> SCOTTI CAMUZZI (2011), cit., p. 327.

<sup>366</sup> V. SCOTTI CAMUZZI (2011), p. 328.

questione non abbia fatto correre alcun rischio al cliente<sup>367</sup>.

L'altra interpretazione concentra l'attenzione sulla considerazione che l'operazione non è influenzata in alcun modo dalla presenza di un interesse contrapposto a quello del cliente. In questo caso la ragionevole certezza si riassumerebbe nella ragionata convinzione, da parte dell'intermediario, di essere riuscito ad eliminare non tanto il rischio dell'operazione, bensì il rischio del conflitto in sé<sup>368</sup>. Da questa seconda interpretazione sembrerebbe che l'intermediario non vada incontro a particolare difficoltà dal difendersi dall'azione risarcitoria avanzata dal cliente nei suoi confronti. Infatti, basterebbe che l'intermediario dimostrasse che l'operazione sarebbe stata compiuta nelle medesime modalità da un qualsiasi operatore indipendente per vedersi sollevato da ogni responsabilità. Ma quanto detto non è di per sé sufficiente, l'intermediario deve inoltre dimostrare che nell'esecuzione dell'operazione abbia seguito solamente l'interesse del cliente. A detta della dottrina<sup>369</sup> quest'ultima vena interpretativa è quella che segue più fedelmente il dettato normativo.

Per quanto attiene invece alla valutazione dell'area del danno risarcibile si fa presente quanto segue. Nonostante si sia detto che l'intermediario non è responsabile per quelle situazioni che, essendo sorte in modo inaspettato, hanno causato *ex post* un danno al cliente, non è possibile escludere l'obbligo di risarcimento per i danni causati dall'andamento imprevedibile e sfavorevole del mercato, giacché la responsabilità dell'intermediario non scaturisce dall'aver causato un danno al cliente, quanto quella dall'aver posto il cliente in una situazione di rischio a causa dell'interesse personale in conflitto. In modo analogo non sono esenti della responsabilità dell'intermediario neppure le considerazioni sull'aleatorietà delle operazioni di investimento, a fronte del fatto che non si deve disquisire sul risultato economico più o meno certo dell'operazione, ma piuttosto sulla diligenza del comportamento tenuto nello svolgimento del servizio. Si riconosce infatti che proprio a fronte dell'aleatorietà delle operazioni di investimento, è richiesto un comportamento dell'intermediario dotato di un più stringente grado di diligenza.

Come si accennava in precedenza, può invece essere causa di esonero di responsabilità dell'intermediario il fatto che sia accaduto per forza maggiore in un momento successivo alla stipula del contratto. Tale accadimento deve però essere connotato di sufficiente autonomia per

---

<sup>367</sup> Sarebbe quindi una norma di precauzione: l'intermediario, *ex ante*, ha verificato l'assenza di rischio per il cliente, ed il fatto che *ex post* il danno sia stato subito è da imputarsi a cause sopraggiunte, impreviste. Come però osserva SCOTTI CAMUZZI (2011), p. 326, questa interpretazione è di difficile comprensione perché non è semplice individuare *ex ante* le operazioni prive di rischio (se ce ne sono). L'unico modo per accettare l'interpretazione sarebbe quella di considerare la norma di mercato.

<sup>368</sup> Non bisogna però commettere l'errore di pensare che la dimostrazione di avere eliminato il rischio di conflitto nell'operazione provi che tale potrebbe essere compiuta in maniera analoga da qualunque operatore privo di interessi conflittuali. L'intermediario deve addurre che, come prova per un comportamento diligente, sia riuscito ad operare unicamente nell'interesse del cliente nonostante la presenza di interessi confliggenti.

<sup>369</sup> V. SCOTTI CAMUZZI (2011), anche se l'autore ha un pensiero opposto, p. 328.

poter causare il danno, in termini di perdita economica, al cliente. Questa considerazione è desumibile dall'analisi del principio generale sul concorso di cause all'art. 41 del Codice Penale. Se le fattispecie di andamento sfavorevole del mercato e l'aleatorietà delle operazioni non costituiscono attenuanti per la responsabilità dell'intermediario, possono, al contrario, rappresentare argomenti a supporto della difesa dell'intermediario (ma non possono costituire eccezioni) quelle situazioni in cui si sia verificato un concorso di colpa tra quest'ultimo e il cliente (ad esempio nelle situazioni in cui l'andamento di un titolo si riprenda ma il cliente, senza motivo, non colga l'occasione per venderlo)<sup>370</sup>.

Circa la tematica sull'ammontare del risarcimento che l'intermediario deve versare in caso di provata colpevolezza la dottrina, ancora una volta, è divisa su questo tema. Secondo una corrente l'intermediario dovrebbe risarcire le spese sostenute a vuoto e le perdite sofferte dal cliente per non aver potuto sfruttare occasioni migliori di quella conclusa<sup>371</sup>. Per un'altra corrente invece l'intermediario dovrebbe risarcire non solo il danno subito per la mancata esecuzione del contratto, ma anche i mancati profitti che il cliente avrebbe potuto ricavare mediante la stipula di un'operazione più vantaggiosa<sup>372</sup>. L'ultima linea di pensiero è quella che afferma che l'intermediario dovrebbe risarcire il c.d. differenziale, cioè il minor vantaggio o il maggior aggravio economico subito dalla vittima a causa del comportamento sleale della controparte (art. 1440 c.c.)<sup>373</sup>.

Purtroppo ad oggi non si è ancora creata una giurisprudenza che faccia riferimento alle modifiche normative intervenute dopo la Direttiva MIFID. Sarà dunque necessario attendere alcuni anni per poter apprendere quale sarà la prassi applicativa e le principali problematiche dell'interpretazione della norma. La speranza è che la giurisprudenza faccia finalmente chiarezza sui concetti controversi di e permetta a operatori e clienti di poter porre in essere i loro rapporti sulla base di un diritto certo e chiaro.

---

<sup>370</sup> Ad esempio quelle in cui l'intermediario abbia cercato di interrompere il nesso causale, proponendo, ad esempio un disinvestimento, v. Tribunale di Milano, Sez. VI, 14 febbraio 2009

<sup>371</sup> Questa tesi è del periodo in cui la giurisprudenza affermava ancora la nullità del contratto per omissione dell'informazione al cliente.

<sup>372</sup> V. CIACCAFAVA (2012), p. 32.

<sup>373</sup> Queste ultime due linee di pensiero si sono affermate a seguito dell'evoluzione giurisprudenziale: l'esito della Cassazione in Sezioni Unite concluse che il contratto si considera valido (ma annullabile o risolubile) anche se sono stati messi in atto dei comportamenti che hanno condotta ad una conclusione differente rispetto a quella che ci sarebbe stata senza l'interferenze della scorrettezza.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il presente lavoro si è proposto di analizzare la problematica del conflitto di interessi nel settore dei servizi e delle attività di investimento, ponendo particolare attenzione sulla politica di gestione di tali conflitti.

Abbiamo detto come il *need of protection* del cliente si spieghi alla luce della strutturale asimmetria informativa caratterizzante il rapporto intermediario – cliente, a causa di cui, quest'ultimo, versa in una posizione di sostanziale debolezza rispetto all'intermediario finanziario. A causa di detto *deficit* informativo del cliente la legislazione ha sempre cercato di costruire una disciplina che tuteli la controparte debole. Ciò ha posto il legislatore davanti all'esigenza di introdurre un nuovo modello di disciplina, la quale è passata dalla prevenzione alla gestione del conflitto: le imprese di investimento non devono più organizzarsi *“in modo tale da ridurre al minimo il rischio”* da conflitti di interesse, né *“sforzarsi di evitare i conflitti di interessi”*, ma devono adottare *“tutte le misure ragionevoli”* orientate ad evitare che i conflitti provochino danno ai clienti. Si è quindi passati dall'imposizione di norme dettagliate e prescrittive sulla gestione a principi generali. La normativa, infatti, è rimasta silente sul contenuto delle norme da adottare per perseguire l'obiettivo principe di evitare che una situazione di conflitto di interesse vada ad incidere negativamente sugli interessi dei clienti. Si è arrivati a questa nuova disciplina perché il legislatore comunitario ha preso atto che eliminare le situazioni di conflitto di interessi è impossibile, in quanto questo è una condizione endemica ed ineliminabile del mercato mobiliare. Le regole dovrebbero quindi fare in modo che l'intermediario agisca in modo trasparente e nel miglior interesse del cliente.

I pilastri della normativa in vigore abbiamo visto essere la prevenzione delle situazioni di conflitto, da una parte, e l'individuazione e la gestione delle stesse, dall'altra. Il legislatore si è quindi mosso su due piani di regole: di organizzazione dell'intermediario e di rapporto fra intermediario e cliente. Concentrandoci sulla politica di gestione dei conflitti di interesse, abbiamo visto come il suo obiettivo principale è quello di evitare il rischio che i conflitti possano nuocere all'investitore e di definire le procedure e le misure da utilizzare per gestire tali conflitti; l'articolo 25 del Regolamento Congiunto è la norma di riferimento dell'argomento, dove il legislatore ha scelto di riempirlo di un contenuto minimale, lasciando quindi ampio spazio e autonomia agli intermediari. A patto che il criterio principale sia comunque quello di garantire l'indipendenza dei soggetti rilevanti. Riguardo a quest'ultimo aspetto, c'è da dire che tale previsione risulta povera di contenuto a causa del fatto che, secondo la normativa, l'unico rimedio che gli intermediari hanno per garantire che il conflitto non arrechi effetti dannosi sugli interessi dei clienti è quello di rendere gli operatori indipendenti. Ciò non basta assolutamente a renderli immuni dal conflitto. Si giunge a questa conclusione partendo dal dato di fatto che i conflitti di interessi sono ineliminabili e sono quindi potenzialmente insiti in

ogni servizio o attività di investimento. Pare quindi una “forzatura” dire che i soggetti rilevanti, una volta resi indipendenti, tramite le misure di gestione dei conflitti, siano essi stessi immuni dai conflitti. Come sembrano pretenziose alcune delle misure elencate arrivare a tale indipendenza: si pensi alle *chinese walls*, fantomatici strumenti utilizzati principalmente per evitare il flusso di informazioni tra dipartimenti utilizzati quindi per creare barriere informative. Secondo la dottrina, questo “muro” sarebbe pieno di “spifferi”, e quindi inadatto alla prevenzione delle situazioni di conflitto. La dottrina prevalente è d'accordo nell'affermare che è invece preferibile una soluzione che prediliga l'interazione tra interventi organizzativi, rimedi contrattuali e applicazione di principi generali, così come prescrive l'art. 21 del TUF.

Ogni soggetto abilitato deve quindi redarre per iscritto la politica aziendale alla quale si attiene al fine di perseguire il massimo contenimento delle situazioni che generano conflitti di interesse, tenendo conto, come dice la norma, del principio di proporzionalità.

In conclusione c'è quindi da chiedersi se questo nuovo modo di affrontare i conflitti di interessi sia coerente con l'esigenza del mercato.

Dalle considerazioni fatte nel corso di questa esposizione si potrebbe dare al quesito una risposta affermativa. La motivazione di tale risposta sta nel fatto che la disciplina MIFID ha imposto agli intermediari un importante cambiamento rispetto al passato passando alla “*procedimentalizzazione dell'agire*”<sup>374</sup>: gli intermediari, nella politica di gestione dei conflitti di interesse, devono predisporre procedure adeguate, attraverso le quali l'intermediario è tenuto a regolare i tempi e i modi dell'agire al fine di raggiungere gli obiettivi. Con la redazione della politica di gestione dei conflitti di interessi i soggetti abilitati vogliono perseguire due finalità: da una parte, quella di regolare il comportamento dei soggetti rilevanti quando si trovano di fronte ad una situazione di potenziale conflitto di interessi, ciò agisce anche sul piano di eventuali responsabilità dal punto di vista amministrativo e sanzionatorio. Come abbiamo infatti visto, l'intermediario che segua alla lettera la disciplina imposta non può essere passibile di accusa, anche nel caso in cui l'investitore abbia subito un danno. Sarà, invece, passibile di accusa e quindi dovrà risarcire il danno subito dall'investitore nei casi in cui il danno è dipeso dal compimento di un'operazione svantaggiosa per il cliente perché incisa da un interesse in conflitto e quando l'intermediario abbia violato l'obbligo di astensione. Dall'altro lato, con questa nuova impostazione si è voluto dare maggiore importanza, ritenendolo un elemento imprescindibile, all'organizzazione degli intermediari. Questo perché sono loro che stanno “sul campo” e quindi sanno come funziona il mercato; il legislatore l'ha capito e ha lasciato agli intermediari ampia autonomia nel scegliere la forma di *governance* che meglio si adatta alle loro esigenze, seguendo il criterio di proporzionalità al fine di una riduzione dei costi.

---

<sup>374</sup> Espressione utilizzata da ANNUNZIATA (2012), cit., p. 131.

Il legislatore ha quindi preso atto dell'evoluzione del mercato e dell'impossibilità di obbligare gli intermediari ad applicare regole ferree e ha costruito una normativa che, ad una prima lettura si direbbe più leggera per gli intermediari, ma che invece nasconde un significativo vigore.

Andando controcorrente rispetto ai molti autori ed interpreti della dottrina che si sono dichiarati perplessi di fronte alla nuova disciplina<sup>375</sup>, è opportuno citare un documento utile per trarre delle conclusioni in merito a *“le soluzioni organizzative e procedurali adottate in esito al recepimento della direttiva MIFID, oltre che al rispetto delle disposizioni in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti e di conflitti di interessi”*<sup>376</sup> è *“L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori”*, mediante il quale la Consob illustra ogni anno, l'analisi svolta sulle segnalazioni che provengono dalla clientela *retail* riguardo ai servizi e alle attività di investimento.

L'ultima relazione risale al 2013, anno in cui la Consob ha concluso 36 verifiche ispettive nei confronti di società quotate, società di revisione, società di gestione dei mercati, Sim, banche e SGR/Sicav. Dal documento appare che, dal 2005 al 2013, gli esposti inerenti la negoziazione e la raccolta di ordini, la gestione di patrimoni e il collocamento e offerta fuori sede sono notevolmente diminuiti<sup>377</sup>. Questo dato può essere tradotto con un maggiore grado di soddisfazione della clientela a fronte del miglioramento della qualità dei servizi prestati; basta notare la tendenza inversa che esisteva prima del 2004, anno in cui il numero degli esposti ha raggiunto i massimi vertici ed in cui, probabilmente consapevole dell'ampiezza delle problematiche nel mercato e parallelamente del malcontento generale, la Comunità Europea ha dato inizio al drastico cambiamento della MIFID. Dal documento sopra citato è anche possibile calcolare l'ammontare delle sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari, da qui si osserva la riduzione dei numeri dei soggetti coinvolti nonché degli importi delle sanzioni.

Queste statistiche lasciano trasparire una situazione meno drastica di quanto molti autori precedentemente citati affermassero.

Ciò però non significa che i conflitti di interesse siano scomparsi o anche solo ridotti di numero, anzi, continuano a sussistere e a moltiplicarsi, ma nondimeno le statistiche dimostrano che le politiche messe in atto dagli intermediari hanno ridotto il rischio che i conflitti si ripercuotano negativamente sugli interessi dei clienti.

---

<sup>375</sup> VITALE (2008), p. 12, ha addirittura parlato della MIFID come di un “disastro” dal punto di vista della trasparenza dei mercati.

<sup>376</sup> CONSOB (2011), cit., p. 227 – 228.

<sup>377</sup> L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari ha tratto impulso dagli esposti che, nel corso del 2013, sono stati pari a 414, in aumento di oltre il 10% rispetto ai 374 dell'anno precedente.





## BIBLIOGRAFIA

- 1) ACCETTELLA, *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione di servizi di investimento* (Tribunale di Milano, 7 luglio 2010). In Banca, Borsa e Titoli di credito, 2012, I.
- 2) ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003.
- 3) ALBERICI – PREVIATI, *I ruoli attribuiti alla funzione compliance*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 4) ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario*, in *contratto e impresa*, 2008, 4-5.
- 5) ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2012, Giappichelli, Torino.
- 6) ANNUNZIATA, *Governance delle banche e conflitto di interessi. Il difficile equilibrio della disciplina bancaria e dei servizi di investimento*. In *analisi giuridica dell'economia*, 2004.
- 7) ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari. L'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, 1993.
- 8) ANOLLI, BANFI, PRESTI, RESCIGNO, *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa, 2007.
- 9) ANOLLI, BANFI, *Le esperienze estere in tema di conflitti: riflessioni e indicazioni per il caso italiano*. In *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 10) ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della Legge Risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2007, I.
- 11) ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2009, I..
- 12) ASTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.
- 13) ASSOSIM, *Guida pratica sui conflitti di interesse*, 1 agosto 2008.
- 14) AUTELIANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, n. 12/2008.
- 15) BANFI, CAPIZZI, NADOTTI, VALLETTA, *Economia e gestione della banca*, 2010.
- 16) BELTRAMI, *I servizi di investimento e la gestione dei conflitti di interesse in Germania: un'analisi giuridica*. *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 17) BIANCHI, BIANCO, SARCINELLI, *I conflitti di interesse e i servizi di investimento*. *Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa*. Interventi tenuti nell'ambito del se-

minario su: "Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico". Perugia, 23 marzo 2007.

- 18) BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari*. Il conflitto di interesse nei rapporti contrattuali di impresa. In *contratto e impresa*, 2007.
- 19) BOCHICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, in *Contratto e Impresa*, 2008.
- 20) BONZANINI , RAVASIO, *Il conflitto di interessi*, in Mifid, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, a cura di Zitiello, Torino, 2007.
- 21) BOVE, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari al vaglio delle sezioni unite*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2009, I.
- 22) BREWER , NASH, *The Chinese Walls Security Policy*, IEEE Symposium in research in security and privacy, Oakland, California, Maggio 1989.
- 23) BURBERI, *La funzione compliance in UniCredit*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 24) CAIN, LOEWENSTEIN E MOORE, *The dirt on coming clean; pervers effects of disclosing conflicts of interest*, 2003, consultabile sul sito <http://www.ssrn.com/abstact>.
- 25) CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*. In *responsabilità civile e previdenza*, 2007.
- 26) CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, 2010.
- 27) CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosime” e prima e dopo la recezione della Mifid)*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2011, I.
- 28) CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista Diritto Civile*, n. 6, 1996.
- 29) CARLINI, *Conflitto di interessi e limitazioni ai poteri degli amministratori nelle società per azioni*, in *Rivista notariato*, fascicolo 4, 2006.
- 30) CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma , 1951.
- 31) CASSESE, *Conflitti di interessi: il fiume di Eracleo*. In *Rivista Diritto Privato*, 2004, 2.
- 32) CASTRONOVO, *La legge sull'intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1993, I.
- 33) CASU, NIERI, *I conflitti di interesse nei servizi di investimento: l'esperienza nel Regno Unito*. *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 34) CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 1994.

- 35) CIACCAFAVA, *I contratti*, Il sole 24 ore, 2012.
- 36) CICCACCI, COLA, *Modelli di governance e sistema dei controlli negli intermediari finanziari*, in *Il rischio reputazionale e di non conformità*, a cura di ANOLLI , RAJOLA, 2010.
- 37) COLOMBINI, *Intermediari, mercati e strumenti finanziari*. Economia e integrazione, 2008.
- 38) COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005.
- 39) CONSOB – BANCA D'ITALIA, *Regolamento congiunto del 29 ottobre 2007, Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*.
- 40) CONSOB – BANCA D'ITALIA, *Comunicazione congiunta del 29/01/2014, Attuazione degli orientamenti emanati dall'ESMA in materie di politiche e prassi retributive (Mifid)*.
- 41) CORSO, *Il conflitto di interessi degli amministratori di srl e la collocazione del tipo*, in *Giurisprudenza commerciale*, fascicolo 5, 2005.
- 42) COSTI, ENRIQUES ,*Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, volume VIII, Padova, 2004.
- 43) COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*; in Granelli, Stella (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.
- 44) COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2013.
- 45) COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Rivista Giurisprudenza Italiana.*, 2006.
- 46) CROCKETT, HARRIS, MISHKIN, WHITE, *Conflicts of interest in the financial services industry. What should be do about them?* Ginevra, 2003.
- 47) D'AGOSTINO, IULIUCCI, *La regolamentazione dei rapporti con la clientela dei servizi di investimento*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Interventi nell'ambito del corso di aggiornamento su: "Trasparenza e comunicazione nei rapporti con i clienti di servizi di investimento". Milano, 28 febbraio – 1 marzo 2002.
- 48) DEL GIUDICE, CAPIZZANO, *I conflitti di interesse e la corporate governance nella valutazione del rating nelle banche*, Liuc Papers n. 184, Serie Impresa e mercati finanziari 4, gennaio 2006. Consultabile su: <http://www.biblio.liuc.it/liucpap/pdf/184.pdf>
- 49) DEMICHELIS, VANDONE, *I servizi di investimento e la gestione dei conflitti di interesse in Spagna*. Banche servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 50) DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di sé stesso”*, in *I servizi del mercato finanziario*. Milano, 2009.

- 51) DE NARDIS, *Fondi comuni: market timing, late trading, doveri fiduciari e conflitto di interesse*. Luiss, Ceradi, Roma, 2004.
- 52) DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *I Contratti*, 2005, 7.
- 53) DE POLI, *“Interessi” e “conflitto di interessi” degli amministratori nella società per azioni*, in *Rivista di diritto bancario*, gennaio 2005.
- 54) DEUTSCHE BANK, *Policy di gruppo DB SpA sui conflitti di interesse*. Consultabile sul sito [www.db.com/italia](http://www.db.com/italia)
- 55) DI CASTRI, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2004.
- 56) DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1993.
- 57) DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Contratti*, 2005.
- 58) *Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche*, marzo 2008.
- 59) DOLMETTA, *Funzione di compliance e di vigilanza bancaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, I.
- 60) DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.
- 61) ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1996, I.
- 62) ENRIQUES, *La nuova disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: verso una sana e consapevole disciplina restrittiva*, Milano, 2000.
- 63) ENRIQUES, *Conflicts of interest in investment services: the prive and uncertain impact of Mifid's regulatory framework*, consultabile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 64) ENRIQUES, *Dum Romae Consulitur... verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto di interessi nei servizi di investimento*; in *Banca, Impresa e Società*, 2004.
- 65) ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, I.
- 66) ESMA, *Orientamenti – su alcuni aspetti dei requisiti della funzione di controllo della conformità di cui alla MIFID*, 25 giugno 2012.
- 67) FABRIZIO, *Gli studi prodotti dagli analisti finanziari. conflitti di interessi, prime evidenze empiriche*, in *Banca Impresa e Società*, 2000.
- 68) FALCONE, *La responsabilità nella prestazione dei servizi di investimento*, 2004.

- 69) FERRI, *appunti sull'invalidità del contratto (dal codice civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in Rivista Diritto Commerciale, 1996.
- 70) FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*. In Banca Borsa e Titoli di Credito, 2009.
- 71) FRIGERIO, *Ruoli, responsabilità e modelli organizzativi della funzione compliance negli intermediari bancari*, in Il rischio reputazionale e di non conformità, a cura di ANOLLI, RAJOLA, 2010.
- 72) FUSETTI, RECINE, *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento*. Banche servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 73) GALLO, TANZI, *Le modalità di interazione della funzione compliance all'interno della struttura e all'esterno*, in La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento, a cura di TANZI, 2010.
- 74) GENTILINI, *Sulla responsabilità derivante dall'esercizio di attività pericolose. Alcune casistiche pratiche*, settembre 2008, [www.diritto.it](http://www.diritto.it).
- 75) GOBBI, NADOTTI, *Le metodologie di misurazione, di trasferimento e di mitigazione del compliance risk nell'area dei servizi di investimento*, in La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento, a cura di TANZI, 2010.
- 76) GABBI, TANZI, *L'evoluzione delle "regole del gioco" MIFID compliant nel settore dei servizi di investimento*, in La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento, a cura di TANZI, 2010.
- 77) GABRIELLI, *Il conflitto di interessi autorizzato*, in Contratto e Impresa, I, 2007.
- 78) GABRIELLI, LENER, *I contratti del mercato finanziario*, in Trattato dei contratti, a cura di RESCIGNO, GABRIELLI, 2011.
- 79) GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*. In contratti e impresa, 3, 2005.
- 80) GALGANO, *Tribunale Rovereto 18 gennaio 2006*, in Contratto e Impresa, 2006.
- 81) GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite di Cassazione*. In contratti e impresa, I, 2008.
- 82) GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in Contratto e impresa, 2005.
- 83) GENERALI BANCA, *Politica in materia di conflitti di interesse*. Consultabile sul sito [www.bancagenerali.it](http://www.bancagenerali.it)
- 84) GRUPPO BANCA POPOLARE DI BARI, *Regole generali di comportamento per la gestione dei conflitti di interesse*, Giugno 2012.

- 85) GUIO, HALIASSOS e JAPPELLI, *Households Stockholding in Europe. Where do we stand? Where do we go?*, in "Economic Policy", 2003, February
- 86) GUIO, *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in Banca Impresa e Società, 2004.
- 87) INTESA SAN PAOLO, *Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse*. Consultabile sul sito [www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com)
- 88) INZITARI., *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2009.
- 89) LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*. In Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2007.
- 90) LENER, *Società di capitali e invalidità delle deliberazioni assembleari*, in Rivista di Diritto Bancario, dicembre 2002.
- 91) LENER, *Le società di gestione del risparmio. prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in Banca Impresa e Società, 1999.
- 92) LENER, *Rapporti tra intermediari e clienti e gestione dei conflitti di interesse*. In Amatucci, Buonocore (a cura di). *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*. Milano, 2008.
- 93) LENER, *La gestione dei conflitti di interesse tra il Tuf e la Mifid*. In Banche servizi di investimento e conflitti di interesse , a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 94) LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in Responsabilità Civile e Previdenza, 6, 2007.
- 95) LUMINOSO, NUZZO, COSTI, LENER, *Sui conflitti nella prestazione dei servizi di investimento*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa, 2007.
- 96) MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002
- 97) MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita ai risparmiatori di obbligazioni argentine*. In Banca borsa e titoli di credito, 2004, II.
- 98) MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, in Rivista Diritto Privato, 2004, 2.
- 99) MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi ( e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in Rivista Diritto Civile, 2007, II.
- 100) MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina mifid del conflitto di interessi*, in Rivista di Diritto Bancario, 2008, reperibile sul sito web [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
- 101) MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in Rivista di Diritto Bancario, marzo 2009.

- 102) MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*. In il risparmio, 2010.
- 103) MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in Giurisprudenza commerciale, 6, 2004.
- 104) MARIANI, *Gli inducements*, in Mifid, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, a cura di Zitiello, Torino, 2007.
- 105) MARINI, *L'omessa comunicazione del conflitto di interessi*. In De Angelis, Mondinone (a cura di), *la tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*. Torino, 2008.
- 106) MASALA, PALISI, ROCCIA, *Conflitti di interesse nell'industria finanziaria: tassonomia e procedure di gestione alla luce della normativa comunitaria*, Roma, Osservatorio European Banking Report, 24° rapporto, luglio 2005
- 107) MATTEI, *La parte generale del diritto civile 2*, Il diritto soggettivo, 2009.
- 108) MATTIANGELI, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza volontaria*, in Rivista notariato, 2, 2001.
- 109) MAZZINI, *Nota alla sentenza Cass.s.u. 19.12.2007 n.2674*, in Diritto bancario e dei Mercati Finanziari, 2008.
- 110) MEDIOLANUM BANCA, *Policy di gestione dei conflitti di interesse*, consultabile sul sito [www.bancamediolanum.it](http://www.bancamediolanum.it)
- 111) MEHRAN-STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, 2007
- 112) MENTI, *Conflitto di interesse e mercato finanziario*, in Giurisprudenza Commerciale, 2006, I.
- 113) MERUSI, *Il conflitto di interessi fra la tutela del risparmio e normativa comunitaria*. In Banca, Impresa e Società, 2008.
- 114) MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime dal rapporto alla disciplina dell'attività*. In Banca, Borsa e Titoli di credito, 2012, II.
- 115) MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*. In contratto e impresa, 2006, 6.
- 116) MOCCI, *Il conflitto di interessi: mappatura dei conflitti, costruzione della conflict policy, registro dei conflitti di interessi*, in La Mifid in Italia, a cura di L.Zitiello, Torino, 2009
- 117) MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento nell'ordinamento statunitense*. Anche servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 118) MORELATO, *Violazione degli obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in Contratto e Impresa, 2006, 6.

- 119) MUSI, *Il dovere di informazione*. Università degli studi di Trento. Quaderni del dipartimento 1999
- 120) NOCERA, *Difende sia l'amministratore in rappresentanza della società sia l'amministratore contro la stessa società: avvocato in conflitto di interessi*, in *Diritto e Giustizia online*, 2013.
- 121) ONADO, *Regolamentazione di trasparenza e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, in Assogestioni (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, 2010.
- 122) ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, 2000.
- 123) ONADO, SABATINI, *I conflitti di interesse negli intermediari finanziari*. In *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 124) ORLANDO, *Il conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria*, 2014, da [www.dirittodelrisparmio.it](http://www.dirittodelrisparmio.it).
- 125) PAMPURINI, *Gli esposti della clientela e l'intervento sanzionatorio delle autorità*. *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 126) PANZINI, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*. In *contratto e impresa*, 2007, 4-5.
- 127) PARADISO, *Corso di istituzioni di diritto privato*, 2012.
- 128) PELLEGRINO, *Sulla rilevanza della disciplina dettata al comma 1 dell'art. 2475 – ter c.c. in tema di conflitto di interessi degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Rivista notariato*, fascicolo 2, 2012.
- 129) PERRONE, *Obblighi di informazione suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina mifid*, in *i soldi degli altri*, Milano, 2009.
- 130) PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010, II.
- 131) PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Rivista societaria*, 2005.
- 132) PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*. In *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 133) PETRELLA, *I servizi finanziari e la gestione dei conflitti di interesse negli Stati Uniti: un'analisi economica*. *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.



- 134) PIATTI, *La funzione di conformità nel Gruppo Intesa San Paolo*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 135) *Position Paper in risposta alla procedura di consultazione della Banca d'Italia "Sistema dei controlli interni, sistemi informativi e continuità operativa"*, novembre 2012.
- 136) PRESTI, RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento. Diagnosi e terapie*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Intervento tenuto nell'ambito del seminario su: "Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico", Perugia, 23 marzo 2007.
- 137) PREVIATI, SCHWIZER, *La funzione compliance dal punto di vista organizzativo: il quadro di riferimento*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 138) PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez.un., 19 dicembre 2007, nn.26724 e 26725)*, in *Contratto e Impresa*, 2008, 4-5.
- 139) PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, ora in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.
- 140) PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2013, 2.
- 141) RESTUCCIA, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento tra categorie civilistiche e disciplina di settore*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, marzo 2012, supplemento n. 3.
- 142) ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno e Responsabilità*, 2005.
- 143) ROSSI, *Il conflitto epidemico*, 2003
- 144) RUIZ, *Credito ed informazione*, 1996.
- 145) SALODINI, *La tutela dei risparmiatori di fronte ai giudici*, in *Age*, 2006.
- 146) SALVATORI, CRISIGIOVANNI, ANELLI, PAGNONCELLI, *La relazione di fiducia tra la banca e il cliente*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Interventi tenuti nell'ambito del seminario su: "Fiducia, innovazione, regole e comportamenti nell'industria bancaria". Perugia, 6-7-8 marzo 2008.
- 147) SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I Contratti*, n. 12/2006.
- 148) SANGIOVANNI, *Recensione a Filippo Sartori, Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, su *Rivista di Diritto Bancario*, 2006.

- 149) SARCINELLI, *Sui conflitti di interesse nelle banche, con divagazione*. Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Intervento tenuto nell'ambito delle Giornate Romane dell'A.S.S.B.B., Roma, 4 novembre 2005.
- 150) SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Rivista Diritto Civile*, 2001.
- 151) SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e investitori: prime riflessioni*, in *Rivista di diritto bancario*, 2002.
- 152) SARTORI, *L'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Rivista di Diritto Privato*, 2001.
- 153) SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*. In *Rivista di diritto bancario*, settembre 2003.
- 154) SARTORI, *Regole di condotta degli intermediari finanziari*, 2004.
- 155) SASSI, *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interesse: la funzione di compliance*. Banche servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.
- 156) SASSI, *La funzione compliance in BNL*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 157) SCHWIZER, STEFANELLI, *Il posizionamento della funzione compliance nella struttura organizzativa*, in *La funzione compliance: banche, assicurazioni, imprese di investimento*, a cura di TANZI, 2010.
- 158) SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010, I.
- 159) SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interesse tra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*. In *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2007.
- 160) SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi tra intermediari finanziari e clienti nella prestazione di servizi di investimento (prima e dopo il "Decreto Eurosim" e prima e dopo la recezione della MIFID)*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2011, 1.
- 161) SUDTIROL BANK, *Policy per la rilevazione e la gestione degli incentivi*, 15 febbraio 2012.
- 162) TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti di interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, 2008.
- 163) TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contraendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 5, 2007.
- 164) VISENTINI, *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, Luiss, Ceradi, Roma, Dicembre 2002.

- 165) VIGO, *La reticenza dell'intermediario*, in Banca Borsa e Titoli di Credito, 2005, II.
- 166) VITALE, *Il sole 24 ore*, novembre 2008.
- 167) WALTER, *Reputational risk and conflicts of interest in banking and finance: the evidence so far*, New York, university stern school of business, Dicembre 2006
- 168) ZITIELLO, *Mifid, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, 2007.
- 169) ZUCHELL, *L'evoluzione recente dei modelli organizzativi delle banche italiane*. In Banche servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, 2007.